



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
NOVIEMBRE**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

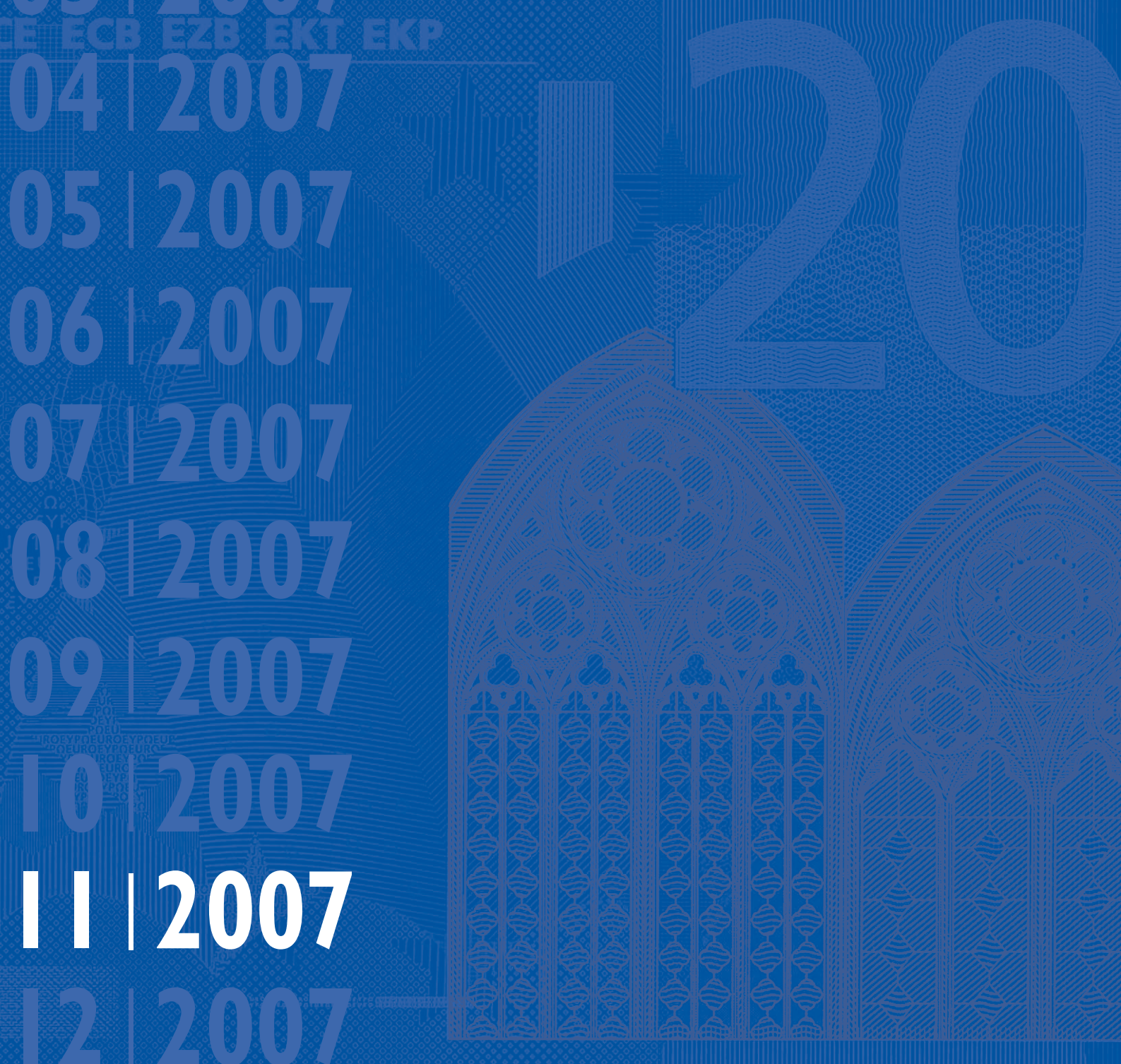
08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

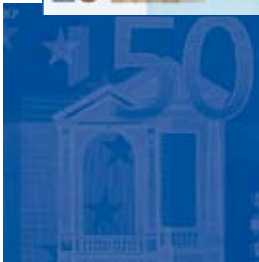
12 | 2007





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 2007

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

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

© Banco Central Europeo, 2007

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 7 de noviembre de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

1	Perspectivas de crecimiento mundial a corto plazo: Evaluación basada en el índice de directores de compras	5
2	Impacto de las turbulencias de los mercados financieros en la evolución monetaria y crediticia	9
3	El impacto de las tensiones registradas en los mercados de crédito sobre la actividad del segmento de operaciones apalancadas	16
4	Evolución reciente de las percepciones y las expectativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación	39
5	Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre del 2007	52
6	Revisiones recientes de las estadísticas de desempleo de la zona del euro	59

ARTÍCULOS

Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria	65
Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro	79

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

ANEXOS

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

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de noviembre de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, que tuvo lugar el 4 de octubre, ha confirmado plenamente que las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo están sujetas a riesgos al alza. En este contexto, y considerando el vigor del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro, la política monetaria del BCE está preparada para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como exige su mandato. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos y respaldan unas perspectivas favorables a medio plazo para la actividad económica. No obstante, la actual revisión de los riesgos en los mercados financieros ha creado un clima de continua incertidumbre. Esta situación requiere un examen exhaustivo de información adicional antes de extraer conclusiones más precisas para la política monetaria, en el contexto de la estrategia de política monetaria del BCE orientada al medio plazo y dirigida a mantener la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. Actuando con firmeza y en el momento oportuno, sobre la base de su evaluación, 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 y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo que resulta fundamental en períodos de volatilidad de los mercados financieros y de continuación de una fuerte incertidumbre. Esto favorecerá un entorno propicio para el crecimiento económico sostenido, el funcionamiento satisfactorio de los mercados y la creación de empleo. En lo que se refiere a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando mucha atención a su evolución en los próximos meses.

Sobre la base de los datos disponibles, parece que el crecimiento económico sostenido registrado en la zona del euro en el primer semestre del 2007 ha continuado durante el tercer trimestre, como refle-

jan los datos relativos a la producción industrial y a las ventas del comercio minorista publicados tras la reunión del Consejo de Gobierno de principios de octubre. Si bien la volatilidad de los mercados financieros parece haber contribuido al descenso de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores durante los últimos meses, estos indicadores se mantienen, en general, en niveles superiores a sus medias históricas y siguen apuntando a una continuación del crecimiento sostenido. En conjunto, los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos; en particular, la rentabilidad y los beneficios empresariales se han mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y el desempleo ha disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años.

Las previsiones disponibles para el 2008 siguen confirmando el escenario de referencia del Consejo de Gobierno, según el cual, el PIB real crecerá en torno a su tendencia potencial. Este escenario se fundamenta en la expectativa de que la actividad económica mundial mantendrá su dinamismo y de que la ralentización del crecimiento económico de Estados Unidos se verá compensada en parte por la continuada fortaleza de las economías de los mercados emergentes. El mantenimiento del vigor de la demanda externa debería seguir respaldando las exportaciones y la inversión en la zona del euro. El crecimiento del consumo en la zona del euro también debería contribuir al crecimiento económico, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, en un contexto favorable de incremento continuado del empleo. No obstante, en vista del posible impacto sobre la economía real de una prolongación de la volatilidad de los mercados financieros y de los cambios en la valoración del riesgo, la incertidumbre respecto de estas perspectivas generalmente favorables para la actividad económica sigue siendo alta.

En conjunto, se estima que los riesgos para estas perspectivas de crecimiento apuntan a la baja. Estos riesgos a la baja se relacionan principalmente con la posibilidad de que se intensifiquen los efectos sobre la confianza y las condiciones de financiación de la actual revisión de los riesgos en los mercados financieros, con nuevas subidas de los



precios del petróleo y de las materias primas, así como con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas y la preocupación por posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales.

Por 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 incrementó muy notablemente en octubre del 2007 hasta situarse en el 2,6%, frente al 2,1% registrado en septiembre. Este acusado incremento constituye un motivo de especial preocupación y es esencial que no afecte a las expectativas de inflación a medio y a largo plazo. A este respecto, como ha indicado el Consejo de Gobierno en anteriores ocasiones, los efectos desfavorables de los precios de la energía están ejerciendo actualmente una notable influencia al alza sobre las tasas de inflación interanual medida por el IAPC, principalmente como resultado del pronunciado descenso de los precios de la energía de hace un año. Asimismo, estos efectos se han visto reforzados por las sustanciales subidas que recientemente han experimentado los precios del petróleo, de otras materias primas y, en particular, de los alimentos. En conjunto, el Consejo de Gobierno prevé que la inflación se mantendrá en niveles significativamente superiores al 2% en los próximos meses y que se moderará en el curso del 2008.

Se ha confirmado que los riesgos para las perspectivas a medio plazo para la evolución de los precios apuntan al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de que persistan los elevados niveles de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, manteniendo el fuerte crecimiento de los últimos meses, y de que se produzcan aumentos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Además, considerando la existencia de restricciones de capacidad, el vigoroso crecimiento del PIB real observado durante los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, podría producirse una evolución salarial más dinámica de lo esperado. Asimismo, no puede descartarse un aumento de la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia. Todo ello entrañaría riesgos al alza

para la estabilidad de precios. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades y evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta. Por otra parte, la indicación explícita o de facto de los salarios nominales a los precios debería reducirse y, en última instancia, eliminarse.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La fortaleza del crecimiento monetario y crediticio de los últimos meses —las tasas de crecimiento interanuales de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado se han situado en septiembre por encima del 11%— podría haberse visto influida por diversos factores de naturaleza temporal o específica, como el aplanamiento de la curva de rendimientos y la volatilidad reciente de los mercados financieros. Sin embargo, aun teniendo en cuenta estos factores particulares, la tasa subyacente de expansión del dinero y del crédito sigue siendo fuerte. Por tanto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento a fin de detectar tendencias subyacentes y entender mejor la evolución a más corto plazo. Dicho seguimiento permitirá obtener una descripción más completa de la respuesta del sector privado al aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

Considerando la evolución reciente de los mercados financieros, reviste especial importancia realizar una evaluación general de las tendencias subyacentes de la expansión monetaria y crediticia, por cuanto dicha volatilidad podría influir en el comportamiento a corto plazo de los tenedores del dinero y, en consecuencia, afectar a la evolución monetaria. Por tanto, los datos monetarios y crediticios pueden ofrecer información relevante sobre cómo instituciones financieras, hogares y empresas han respondido a la volatilidad y al aumento de la incertidumbre de los mercados financieros. De hecho, anteriores períodos de intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros han estado asociados a importantes desplazamientos de cartera hacia activos monetarios líquidos y seguros. No obstante, por el momento, existen pocas evidencias de que dichos desplazamientos hayan influido en la evolución del agregado moneta-

rio amplio y de los agregados crediticios desde el inicio de la volatilidad en los mercados financieros a principios de agosto, aunque algunas partidas del balance, como las participaciones en fondos del mercado monetario, puedan haberse visto afectadas de manera significativa.

La tasa de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras ha mantenido su dinamismo en los últimos meses, lo que podría indicar que no existen restricciones para la oferta de crédito. Sin embargo, no puede descartarse que los fuertes flujos crediticios reflejen parcialmente cierta reintermediación de financiación recogida en los balances de las entidades de crédito, debido a la falta de liquidez de algunos segmentos de los mercados de activos titulizados. Se necesitarán nuevos datos y análisis para conocer con más precisión la influencia de la volatilidad de los mercados financieros en los balances de las entidades de crédito, en las condiciones de financiación y en la expansión del dinero y del crédito.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario ha confirmado plenamente la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, considerando el vigor de la expansión monetaria y crediticia en el zona del euro, y en un entorno de solidez de los fundamentos económicos de la zona del euro. Al mismo tiempo, dada la continuación de la incertidumbre, resulta necesario obtener nuevos datos antes de extraer conclusiones más precisas respecto a la política monetaria. Por tanto, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. La política monetaria del BCE está preparada para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como lo exige su mandato. El Consejo de Gobierno, actuando con firmeza en el momento oportuno sobre la base de su evaluación, garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo que resulta fundamental en el presente contexto. En lo que se refiere a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando mucha atención a su evolución en el período venidero.

En lo que se refiere a la política fiscal, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el acuerdo del Consejo ECOFIN dirigido a reforzar las medidas de carácter preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Consejo de Gobierno también celebra que el Consejo ECOFIN haya confirmado recientemente su compromiso en relación con la aplicación integral del Pacto, en particular de las medidas de carácter preventivo, incluido el llamamiento a todos los países con desequilibrios presupuestarios a que realicen un ajuste estructural de al menos un 0,5% del PIB por año. A este respecto, los planes presupuestarios para el 2008 de algunos países muestran una orientación fiscal procíclica y una relajación injustificada de los esfuerzos de saneamiento. Esto genera preocupación, puesto que los progresos insuficientes en este ámbito obstaculizan, en particular, el acuerdo del Eurogrupo de lograr posiciones presupuestarias sólidas antes del final del 2010.

En cuanto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno destaca que un efecto fundamental de las reformas estructurales bien diseñadas es una mejora sostenida del empleo y del nivel de renta de los trabajadores y de los hogares. Las reformas que incrementan los incentivos de empresas y particulares para invertir en capital humano tienden a estimular la demanda de trabajo y la productividad de la economía en su conjunto. La reducción de los costes laborales no salariales también beneficiaría al empleo y a los niveles de ingreso netos de los trabajadores. Asimismo, la regulación de los mercados laborales no debería disminuir los incentivos de las empresas para ofrecer empleos ni los de los trabajadores para aceptarlos. Resulta alentador observar que anteriores reformas de los mercados de trabajo han contribuido a la creación de puestos de trabajo y a la reducción del desempleo. Es importante que los gobiernos continúen en esta dirección y que no cambien el sentido de anteriores reformas, precisamente cuando están comenzando a dar resultados. El Consejo de Gobierno reitera su apoyo decidido a todos los esfuerzos encaminados a fomentar la flexibilidad de los mercados y a estimular la competencia. Esto también es aplicable a los mercados agrarios. En un contexto de acusado aumento de los precios internacionales de las materias primas alimentarias,

avanzar en la liberalización y en la reforma de los mercados agrícolas de la UE contribuiría a mejorar su eficiencia y beneficiaría a los consumidores europeos al reducir los precios.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se analiza la tendencia hacia la concentración de las bolsas de valores europeas y sus posibles implicaciones para la política monetaria. El segundo artículo presenta los principales rasgos y conceptos de las estadísticas sobre las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, prestando especial atención a la forma en que el BCE puede utilizarlas.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial sigue siendo sólida, aunque se aprecia cierta moderación con respecto al fuerte dinamismo observado hasta ahora. Si bien la evidencia de las encuestas recientes indica que las turbulencias que han afectado a los mercados financieros podrían tener un impacto adverso sobre la economía estadounidense, la solidez de las economías emergentes continúa respaldando el crecimiento económico mundial. En septiembre, la inflación medida por los precios de consumo repuntó en los países industrializados y las presiones derivadas de las reducciones de los costes siguieron siendo intensas. El nuevo aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas dará lugar, probablemente, a presiones al alza sobre la inflación mundial. En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja y tienen relación, principalmente, con la posibilidad de que el impacto de la reevaluación del riesgo en los mercados financieros sobre la confianza y las condiciones de financiación sea más generalizado, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas y una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial sigue siendo sólida, aunque se observa cierta moderación respecto a la anterior situación de fuerte dinamismo. Si bien la evidencia de las encuestas recientes indica que las turbulencias que han afectado a los mercados financieros podrían tener un impacto adverso sobre la economía estadounidense, la solidez de las economías emergentes continúa respaldando el crecimiento económico mundial. Hasta julio, la producción industrial en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) ha seguido siendo relativamente sólida. Los indicadores de las encuestas más recientes sugieren que continuará el crecimiento de la economía mundial, aunque con una ligera moderación (véase recuadro 1).

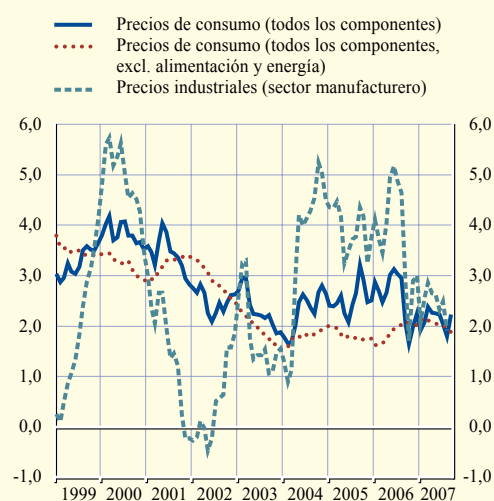
La inflación medida por los precios de consumo repuntó en septiembre. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC fue del 2,2% en septiembre (frente al 1,8% de agosto), mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo prácticamente invariable en una tasa interanual del 1,9% (véase gráfico 1). La evidencia de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios sugiere que las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas. Además, el nuevo aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas probablemente dará lugar a presiones al alza sobre la inflación mundial.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica ha seguido siendo sólida a pesar de la corrección en curso en el mercado de la vivienda y de las turbulencias que han afectado a los mercados financieros. Al mismo tiempo, la inflación subyacente (es decir, excluidos la energía y los alimentos) medida por los precios de consumo ha seguido siendo relativamente moderada. De acuerdo con la estimación preliminar,

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,9% en el tercer trimestre, frente al 3,8% registrado en el segundo trimestre. Dos factores que contribuyeron al crecimiento fueron el consumo privado, sorprendentemente dinámico, y la demanda exterior neta, que compensaron el efecto moderador de la construcción residencial.

La situación del mercado laboral ha seguido siendo relativamente favorable, lo que ha respaldado el consumo privado. No obstante, últimamente el crecimiento tendencial del empleo se ha reducido y la tasa de paro ha aumentado ligeramente. Además, la información más reciente sugiere que la corrección del mercado de la vivienda podría durar más de lo previsto anteriormente, dado que, por ejemplo, las licencias de obras, las viviendas iniciadas y las ventas de viviendas construidas experimentaron una nueva caída en septiembre. Por lo tanto, en conjunto la evidencia de los últimos indicadores apunta a una desaceleración del ritmo de crecimiento.

La inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 2,8% en septiembre, desde el 2% registrado en el mes anterior, debido en particular a un fuerte efecto de base de los precios de la energía. La inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en el 2,1% en septiembre (véase gráfico 2).

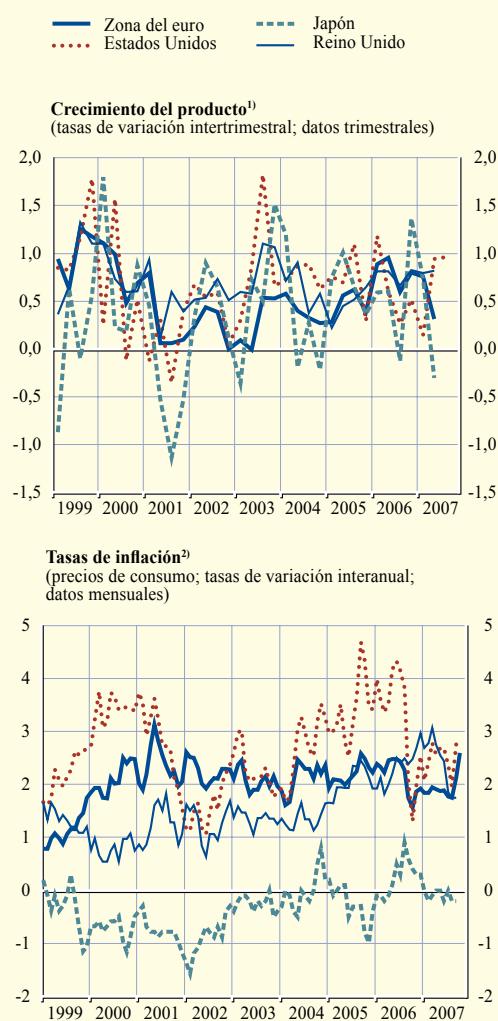
El 31 de octubre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar en 25 puntos básicos, hasta el 4,50%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales. Los recortes incluyeron también una reducción del tipo preferencial hasta el 5%.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha seguido recuperándose y la inflación se ha mantenido en un nivel próximo a cero. La demanda interna y el dinamismo de las exportaciones han respaldado el producto. Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón de septiembre del 2007 indican que la situación económica ha continuado siendo sólida, a pesar de un ligero deterioro del clima de confianza de las pequeñas y medianas empresas en el tercer trimestre del 2007.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación ha seguido siendo moderada, debido a la persistencia de las presiones a la baja, especialmente sobre los salarios (véase gráfico 2). En septiembre del 2007, la inflación interanual medida por los precios de consumo fue del -0,2%, la misma que en agosto; la variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos, fue del -0,1%, sin cambios por sexto mes consecutivo.

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.

En la reunión celebrada el 11 de octubre 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, la estimación provisional indica que, en el tercer trimestre del 2007, el del PIB real siguió creciendo de forma sólida, a una tasa intertrimestral del 0,8% (véase gráfico 2). No se dispone todavía de detalle por componentes, pero los indicadores mensuales apuntan a un firme crecimiento del consumo de los hogares y a una significativa aceleración de las importaciones y las exportaciones. Hasta ahora, la evidencia disponible no sugiere que las recientes turbulencias financieras hayan afectado a la actividad. Sin embargo, las expectativas de los mercados respecto a la inversión y al gasto en consumo en el 2008 han descendido ligeramente en los últimos meses, en consonancia con el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos. En septiembre, la inflación medida por el IAPC no experimentó variaciones con respecto a agosto y se mantuvo en el 1,8%.

El 8 de noviembre 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, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda interna. La inflación ha evolucionado de forma dispar y, en muchos países, los precios de los alimentos han tenido un pronunciado efecto al alza.

En Suecia y Dinamarca, la evolución económica real ha sido divergente en el segundo trimestre del 2007. Mientras que, en Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta el -0,4%, en Suecia el crecimiento del producto se elevó hasta el 0,9%. En el caso de Dinamarca, la evolución fue atribuible, principalmente a un debilitamiento generalizado de la demanda interna, mientras que, en Suecia, tanto el consumo privado como el consumo público experimentaron una aceleración. La inflación, medida por el IAPC, ha sido moderada en ambos países en los últimos meses. En septiembre, aumentó en Dinamarca hasta el 1,2%, mientras que en Suecia se incrementó hasta el 1,6%, como consecuencia de la subida de los precios de la energía. El 29 de octubre, el Sveriges Riksbank elevó su principal tipo de interés en 25 puntos básicos, hasta el 4%, en consonancia con sus previsiones de aumento de la inflación y de crecimiento del producto.

Por lo que respecta a las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre del 2007 en la República Checa y Polonia, mientras que, en Hungría y Rumanía, experimentó una desaceleración. El crecimiento del PIB real estuvo determinado, principalmente, por la demanda interna, salvo en Hungría, donde el principal factor determinante fue la demanda exterior neta. En cuanto a la evolución de los precios, el nivel de inflación sigue mostrando notables diferencias entre estos cuatro países. En la República Checa y Polonia, la inflación medida por el IAPC se elevó hasta el 2,8% y el 2,7%, respectivamente, en septiembre, mientras que en Rumanía aumentó hasta el 6,1%, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos. En Hungría, la inflación medida por el IAPC, se redujo hasta el 6,4%, pero siguió siendo la más elevada de los cuatro países, como consecuencia del fuerte aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados en el contexto de la batería de medidas de saneamiento de las finanzas públicas que ha puesto en marcha el país. El 31 de octubre, la Banca Națională a României elevó su principal tipo de interés en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%, para hacer frente al reciente deterioro de las perspectivas de inflación.



ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, especialmente en las más grandes, la actividad económica ha seguido siendo sólida. Concretamente en China, la economía continuó creciendo a un ritmo vigoroso, registrando el PIB real una tasa de crecimiento interanual del 11,5% en el tercer trimestre del 2007. El superávit comercial siguió aumentando, hasta alcanzar una cifra acumulada, entre enero y septiembre del 2007, de 186 mm de dólares estadounidenses, un incremento del 69% respecto al mismo periodo del 2006. En septiembre, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo ligeramente hasta el 6,2%, desde el 6,5% observado en agosto. El 15 de octubre, el Banco Central de la República Popular China elevó las reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en otros 50 puntos básicos, hasta el 13%. Las presiones inflacionistas siguieron moderándose en otras grandes economías de la región, sobre todo en India, en donde la inflación medida por los precios al por mayor —el indicador de inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— se redujo hasta el 3,3% en tasa interanual en septiembre.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió siendo sostenida, aunque en las economías más grandes se observa cierta heterogeneidad en materia de crecimiento e inflación. En Brasil se aprecian indicios de que el crecimiento ha mantenido el dinamismo observado en los últimos meses y la producción industrial ha aumentado a una tasa interanual del 5,6% en septiembre, frente al 6,6% registrado en agosto. La inflación interanual, medida por el IPC se situó en el 4,1% en octubre, lo que representa un descenso con respecto al 4,2% del mes anterior. En Argentina, la actividad económica también siguió siendo sólida, con una expansión de la producción industrial del 9% en tasa interanual en septiembre. La inflación medida por el IPC se mantuvo en niveles elevados, aunque se redujo ligeramente hasta el 8,4% en octubre. En México, la actividad económica mejoró algo en agosto, registrándose una expansión de la producción industrial del 2,6% en tasa interanual, frente al 2,2% observado en julio, aunque se mantuvo en niveles bajos, como consecuencia del entorno exterior menos favorable. La inflación interanual se redujo hasta el 3,8% en septiembre, desde el 4% registrado en agosto.

Recuadro I

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO MUNDIAL A CORTO PLAZO: EVALUACIÓN BASADA EN EL ÍNDICE DE DIRECTORES DE COMPRAS

Dado que los datos de contabilidad nacional se publican con un desfase considerable, es fundamental examinar la información de encuestas para conocer con mayor inmediatez la orientación de la economía mundial. En la situación actual, caracterizada por la continuación de la incertidumbre, dichos datos pueden ofrecer una percepción particularmente valiosa. Cuando se adopta una perspectiva de futuro, generalmente se hace referencia al indicador sintético adelantado de la OCDE, pero incluso la situación económica actual es difícil de evaluar sobre la base de las estadísticas disponibles de las cuentas nacionales. En el caso de la mayoría de los países industrializados, por ejemplo, sólo se han publicado datos o estimaciones provisionales del crecimiento del PIB para el tercer trimestre y no se dispondrá de datos de contabilidad nacional antes de enero de 2008. Dichos datos permitirán evaluar la evolución de la actividad económica en el cuarto trimestre.

El índice general de directores de compras posibilita llevar a cabo una evaluación más inmediata de las condiciones del crecimiento mundial. Es un indicador sintético de la situación económica mundial, formado por índices mundiales de los sectores manufacturero y de servicios. Se basa en encuestas realizadas a alrededor de 10.000 ejecutivos de compras de todo el mundo, a quienes se les pregunta sobre

la evolución de la producción en sus empresas durante el mes anterior. El resultado neto de las respuestas se convierte en un índice de difusión desestacionalizado, estando fijado el umbral entre la contracción y la expansión económica en 50. En términos de cobertura de los países, el índice de directores de compras incluye a la mayoría de los países de la OCDE, así como a una serie de países importantes no pertenecientes a esta organización (principalmente China y Rusia).

En términos generales, existe un alto grado de comovimiento entre el índice de directores de compras y el crecimiento económico mundial (véase gráfico). Dicho índice reflejó el auge registrado en la economía mundial en 1999-2000, más tarde la desaceleración del crecimiento mundial asociada con el estallido de la nueva burbuja tecnológica y, posteriormente, la recuperación de la actividad económica mundial. De hecho, desde el 2004, la situación de la actividad económica mundial ha sido bastante dinámica en términos históricos, dado que su expansión ha registrado un ritmo significativamente mayor que el crecimiento medio observado en los 20 años anteriores.

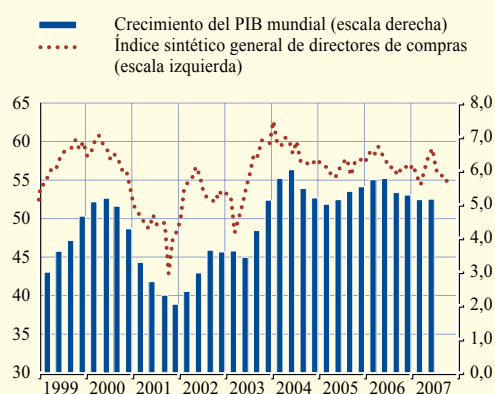
Después de haber descendido entre junio y septiembre del 2007, el índice de directores de compras se estabilizó en octubre, situándose en niveles cercanos a los registrados seis meses antes. Este índice se ha mantenido bastante por encima del umbral de 50, lo cual indica una expansión mundial sólida y constante.

Un análisis más sistemático de las propiedades del índice de directores de compras como indicador del crecimiento del PIB mundial confirma que este índice proporciona una orientación fiable y oportuna sobre la situación económica mundial¹. En la coyuntura actual, el modelo basado en el índice de directores de compras no pone de manifiesto ningún deterioro significativo de la actividad económica real en el segundo semestre del 2007.

1 Al comprobar la dirección de la causalidad, resulta que la evolución del índice de directores de compras adelanta los cambios del crecimiento mundial, y no a la inversa, y ésta es una condición previa para que el citado índice sea un indicador útil. Además, la especificación dinámica del modelo basado en el índice de directores de compras proporciona una orientación precisa sobre la situación económica mundial.

Índice sintético general de directores de compras y crecimiento del producto

(índice de directores de compras: índice de difusión desestacionalizado; PIB: tasas de crecimiento anual, en porcentaje)



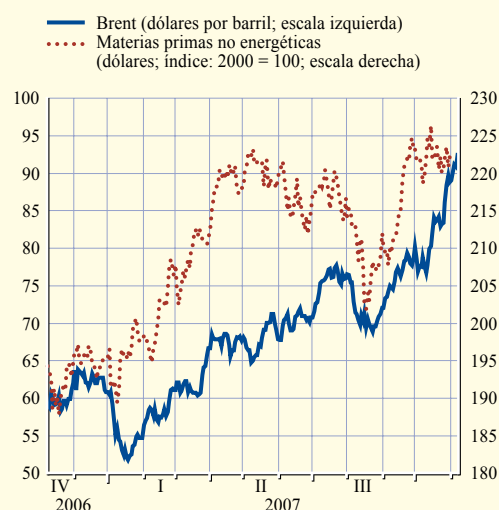
Fuentes: BCE y NTC Economics.
Nota: La última observación corresponde a octubre del 2007 para el índice de directores de compras y al segundo trimestre del 2007 para el PIB.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En un entorno de cierta volatilidad, los precios del crudo continuaron su tendencia ascendente y alcanzaron nuevos máximos históricos durante el mes de octubre y los primeros días de noviembre. El 7 de noviembre, el precio del barril de Brent se situaba en 92,7 dólares estadounidenses, unos 15 dólares por encima del máximo registrado en agosto del pasado año. En euros, los precios sólo han subido alrededor de 2 euros con respecto a dicho máximo.

En un contexto de existencias estacionalmente bajas y de ciertas perturbaciones de la oferta en el Golfo de México como consecuencia de la temporada de huracanes, la principal fuente de tensión a corto plazo

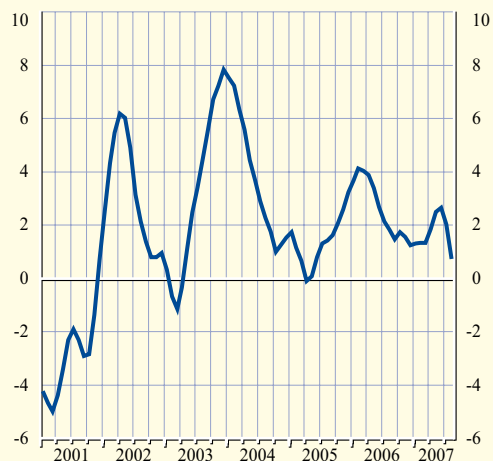
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



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 agosto del 2007.

tiene su origen en el lado de la oferta. La reducción de las existencias y la persistencia de las tensiones geopolíticas han intensificado la preocupación por una posible escasez de suministros ahora que se acerca la temporada de calefacción en el Hemisferio Norte. Hay indicios de que la OPEP ha aumentado el volumen de crudo que suministra al mercado antes de la fecha anunciada del 1 de noviembre en un intento por evitar limitaciones de la capacidad en la transición a los nuevos objetivos de producción como consecuencia del mantenimiento de los yacimientos en algunos países miembros previsto para noviembre. Sin embargo, los participantes en los mercados no consideran que el incremento previsto de la producción sea suficiente para aliviar las tensiones por el lado de la oferta. La evaluación de la Agencia Internacional de la Energía correspondiente a octubre todavía indica tensiones en los márgenes de oferta y demanda para finales de año, en la medida en que las ligeras revisiones a la baja de la demanda de la OCDE se contrarrestan con la resistencia de la demanda proveniente de otros países.

Es probable que, en el corto plazo, los precios sigan siendo elevados y sensibles a las pequeñas variaciones en los márgenes de oferta y demanda y a la evolución del entorno geopolítico. Los participantes en los mercados esperan que los precios del petróleo continúen siendo altos también a medio plazo; actualmente, los futuros sobre precios del petróleo con entrega en diciembre del 2009 se negocian a 83 dólares estadounidenses.

Tras registrar un ligero descenso en agosto, los precios de las materias primas no energéticas experimentaron un acusado repunte en septiembre y desde entonces han seguido siendo bastante volátiles en torno a los máximos históricos. Estimulados por un clima de demanda positiva, reducción de la oferta como consecuencia de las malas cosechas, bajo nivel de existencias y aumento de la demanda de tierra cultivable para la producción de biocombustibles, los precios de las materias primas agrícolas han seguido creciendo a tasas interanuales muy elevadas. Las previsiones respecto a los cambios en los cultivos y las restricciones a las exportaciones de Rusia han introducido volatilidad en el mercado del trigo. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (expresado en dólares estadounidenses) se situó, hacia finales de octubre, aproximadamente un 17% por encima del nivel observado un año antes.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

A pesar de las turbulencias financieras, las perspectivas del entorno exterior y de la demanda externa de la zona del euro siguen siendo sólidas, si bien se aprecia una ligera moderación respecto al fuerte dinamismo observado hasta ahora. En agosto, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE registró una nueva caída, de lo que se deduce que se avecina una cierta moderación de la expansión económica (véase gráfico 4). Esta situación concuerda también con la evidencia extraída de la última lectura del índice mundial de directores de compra.

En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento siguen situándose a la baja y tienen relación, principalmente, con la posibilidad de que el impacto de la reevaluación del riesgo en los mercados financieros sobre la confianza y las condiciones de financiación sea más generalizado, se intensifiquen las presiones proteccionistas y se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas y una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos de septiembre confirman el dinamismo subyacente de la expansión monetaria y crediticia. El crecimiento interanual de M3 se situó en el 11,3%, mientras que los préstamos de las IFM al sector privado registraron un aumento del 11%. Hasta el momento, las recientes turbulencias financieras no han afectado excesivamente al crecimiento monetario agregado. Sin embargo, existen evidencias de que estas turbulencias han influido en determinados componentes y contrapartidas, especialmente las participaciones en fondos del mercado monetario. En los meses anteriores al comienzo de las perturbaciones financieras, el alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 influyó claramente en la evolución monetaria y del crédito, moderando el crecimiento de M1 y del endeudamiento de los hogares. Aunque esta influencia seguía siendo visible a finales del tercer trimestre del 2007, la tasa subyacente de expansión monetaria mantiene su vigor y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

Hasta el momento, parece que las turbulencias recientes de los mercados financieros no han afectado excesivamente al crecimiento monetario agregado. En un entorno en el que la curva de rendimientos fue relativamente plana, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 mantuvo su vigor, situándose en el 11,3% en septiembre, frente al 11,6% del mes anterior (véase gráfico 5). Este ritmo continuado de elevado crecimiento interanual fue reflejo de un nuevo e importante aumento de las tasas intermensuales (0,8%, tras registrar tasas del 0,9% y del 1,1% en los dos meses anteriores).

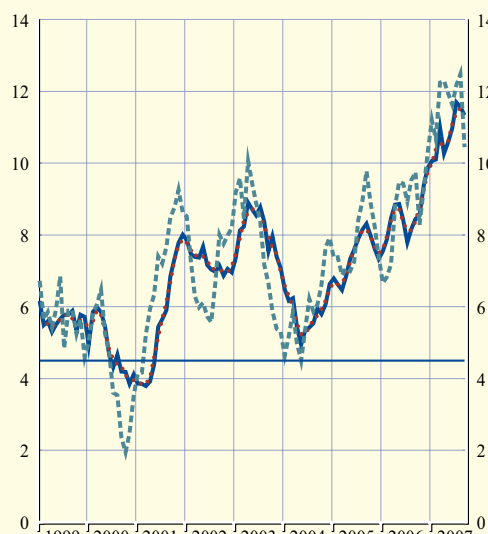
Al mismo tiempo, las turbulencias han afectado a componentes o contrapartidas concretos de M3, en particular aquellos que están estrechamente relacionados con las tensiones que han surgido en los mercados financieros (véase recuadro 2, titulado «Impacto de las turbulencias de los mercados financieros en la evolución monetaria y crediticia»). Sin embargo, no se ha producido, o al menos no todavía, un desplazamiento más generalizado hacia activos monetarios, posiblemente desencadenado por el aumento más extendido de la aversión al riesgo en el sector privado no financiero, como consecuencia de las turbulencias de los citados mercados. Esta valoración se basa en un análisis detallado de los datos de las IFM, que incluyen la información de los balances de las entidades de crédito al final del trimestre, así como datos de dos meses completos marcados por las turbulencias.

En los meses anteriores al comienzo (a principios de agosto) de las mencionadas turbulencias financieras, el alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 influyó claramente en la evolución monetaria y del crédito. El impacto de las subidas de los

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- ... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento de seis meses anualizada)
- Valor de referencia (4,5%)



Fuente: BCE.

tipos de interés a corto plazo sobre la dinámica monetaria seguía siendo visible al final del tercer trimestre del 2007, en concreto en la moderación de las tasas de crecimiento interanual de M1 y de los préstamos a hogares, así como en el fuerte crecimiento de los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables (que ahora resultan más atractivos en relación con los instrumentos a más largo plazo de mayor riesgo, en un entorno caracterizado por el aplanamiento de la curva de rendimientos). Sin embargo, las turbulencias de los mercados financieros pueden haber favorecido la expansión de los depósitos a plazo y de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM, dado que estos activos seguros y líquidos son especialmente atractivos en un entorno de aumento de la volatilidad financiera.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 6,1% en septiembre, desde el 6,7% registrado en agosto. Esta evolución es reflejo de la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los dos componentes de M1, los depósitos a la vista y el efectivo en circulación (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de M1 está influida actualmente por dos fuerzas opuestas: por una parte, un efecto moderador que surge del mayor coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en el agregado M1 y, por otra, un efecto estimulante derivado del aumento de la demanda de M1 relacionada con operaciones, dado el vigor sostenido de la actividad económica hasta mediados del 2007.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguió aumentando hasta situarse en el 15,5% en septiembre, comparado con el 15,3% de agosto. Dentro de este agregado, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a corto plazo) disminuyó, aunque se mantuvo en niveles elevados. En realidad, la evolución del crecimiento interanual de este instrumento enmascara el hecho de que los flujos de entrada observados en agosto y septiembre fueron considerables.

El atractivo actual de los depósitos a plazo obedece a diversos factores. En primer lugar, su remuneración ha aumentado, en general, en consonancia con la subida de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. El diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo, por una parte, y la de

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 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Ago	2007 Sep
M1	45,5	6,8	7,0	6,2	6,5	6,7	6,1
Efectivo en circulación	7,3	11,1	10,5	10,0	8,8	8,7	8,2
Depósitos a la vista	38,2	6,0	6,3	5,5	6,1	6,3	5,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,5	11,1	11,9	13,1	15,0	15,3	15,5
Depósitos a plazo hasta dos años	21,5	25,2	29,5	33,2	37,6	38,6	38,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,0	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-3,5	-3,6
M2	85,0	8,7	9,1	9,2	10,3	10,5	10,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,0	11,3	16,9	19,3	18,8	17,9	18,0
M3	100,0	9,0	10,2	10,6	11,5	11,6	11,3
Crédito a residentes en la zona del euro		8,8	8,0	8,1	8,7	8,8	8,7
Crédito a las Administraciones Públicas		-3,1	-4,5	-4,4	-4,0	-4,2	-4,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-0,7	-1,5
Crédito al sector privado		11,9	11,1	11,0	11,7	11,8	11,6
Préstamos al sector privado		11,2	10,6	10,5	11,0	11,2	11,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,0	10,0	10,3	10,3	10,4	9,6

Fuente: BCE.

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

los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo, por otra, se ha ido ampliando sin cesar, generando una sustitución de estos últimos por los primeros. En segundo lugar, dado el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, los depósitos a plazo también mantienen su atractivo en comparación con los activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3, puesto que ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste escaso en términos de rentabilidad. En tercer lugar, el incremento de los depósitos a plazo puede indicar un desplazamiento de fondos provocado por el reciente aumento de la volatilidad de los mercados financieros, dado que los inversores buscan instrumentos de ahorro seguros y líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se mantuvo prácticamente sin variación en septiembre, ocultando la evolución divergente de los distintos instrumentos. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, que son el componente principal de los instrumentos negociables incluidos en M3, siguió disminuyendo. El estudio más específico de la evolución durante los dos meses de turbulencias indica que las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron salidas netas particularmente importantes, que ascendieron a un total de 25 mm de euros. Al mismo tiempo, en los dos últimos meses se registraron entradas considerables en cesiones temporales y valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, por importes de 11 mm de euros y 47 mm de euros, respectivamente, que reforzaron la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (depósitos de M3, que constituyen la mayor agregación de componentes de este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) se mantuvo prácticamente sin variación en septiembre. Sin embargo, la evolución fue diferente en los distintos sectores tenedores de dinero. En concreto, la moderación de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades financieras y no financieras fue compensada por el fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los hogares, el sector tenedor de dinero más importante. Este último hecho refleja, posiblemente, un cambio de las preferencias de inversión de los hogares hacia activos monetarios seguros y líquidos, dado que la aversión al riesgo podría haber aumentado ante la evolución reciente de los mercados financieros.

Recuadro 2

IMPACTO DE LAS TURBULENCIAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA EVOLUCIÓN MONETARIA Y CREDITICIA

Desde mediados de julio del 2007, los mercados financieros han experimentado un episodio de turbulencias que se ha asociado a una revisión de la valoración del riesgo crediticio y que se ha reflejado, de forma más general, en una falta de confianza por parte de los inversores. Diferentes segmentos del mercado se han visto afectados en distinta magnitud. Las entidades de crédito y, de forma más general, los intermediarios financieros han estado en el epicentro de las turbulencias, dada la continua incertidumbre respecto a la naturaleza y el alcance de la exposición de estas instituciones al riesgo de crédito.

La evolución de los agregados monetarios y crediticios amplios durante el mes de septiembre del 2007 —que incluye un hito tan importante como es el fin del trimestre— no indica, al menos todavía, que la continua incertidumbre haya tenido ningún efecto importante en el ritmo general de la evolución monetaria. No obstante, las turbulencias sí han dejado algún efecto visible en partidas concretas del balance consolidado de las IFM, que guardan una estrecha relación con las tensiones experimen-

tadas en los mercados monetarios, cruciales para las turbulencias. En particular, puede identificarse un impacto en la evolución de los préstamos y los depósitos de otros intermediarios financieros (OIF) no monetarios, en las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario y en la evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. En este recuadro se analizan los componentes y las contrapartidas de M3 que se han visto afectados por las turbulencias. No se analizan, sin embargo, las partidas del balance cuya evolución en agosto y septiembre fue, en general, coherente con las tendencias recientes, como los préstamos al sector privado, aunque el continuado vigor de su crecimiento podría responder a distintas interpretaciones.

Evolución de los préstamos y las tenencias de dinero de otros intermediarios financieros

En septiembre del 2007 se alcanzaron los niveles de demanda mensual neta para préstamos a las IFM por parte de los OIF más elevados observados desde el inicio de la tercera fase de la UEM, que se tradujeron en una altísima tasa de crecimiento interanual de los préstamos a estos intermediarios, así como de sus depósitos a corto plazo (véase gráfico A). Aunque esta situación obedeció, en parte, a efectos estacionales, la fuerte demanda de crédito parece tener su origen, principalmente, en los fondos de inversión, como puede comprobarse al examinar el detalle por plazos de los préstamos a OIF, que indica que el incremento de la tasa de crecimiento interanual en septiembre estuvo determinado, fundamentalmente, por los préstamos a plazo de más de un año y hasta cinco años. Este plazo de vencimiento excede la duración típica de las operaciones de cesión temporal y de los préstamos concedidos en el contexto de créditos *stand-by*. No obstante, hay evidencia de que algunos de los préstamos a otros intermediarios financieros pueden atribuirse a las turbulencias.

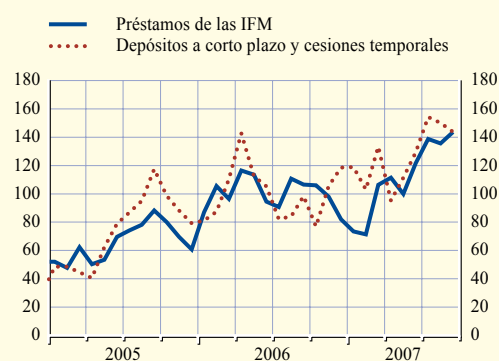
En primer lugar, una proporción de estos préstamos se dirigió hacia sociedades instrumentales, es decir, instituciones creadas normalmente por entidades de crédito para emitir pagarés a corto plazo con alta calificación crediticia destinados a obtener ventajas en materia de financiación para los bancos que las patrocinan, ayudar a gestionar el balance del banco respectivo para poder obtener alivio regulatorio en materia de capital y arbitrar el rendimiento entre valores a largo plazo y títulos a corto. Para lograr una elevada calificación de los pagarés de empresa emitidos por estas sociedades, la gran mayoría de esas entidades han abierto líneas de crédito a entidades de crédito por el 100% del total emitido. Como resultado de la reevaluación de los riesgos incorporados en los activos subyacentes en poder de estas sociedades instrumentales, los inversores se han vuelto refractarios a seguir financiándolas, lo que las ha inducido a recurrir a los créditos *stand-by* para procurarse financiación. Así pues, estos créditos están vinculados a una reintermediación de los préstamos en los balances de las IFM, ya que los mercados de diversos valores respaldados con activos se han tornado ilíquidos.

Asimismo, parte de la demanda de préstamos de los OIF en septiembre puede atribuirse a una demanda relativamente sólida de préstamos interbancarios garantizados frente a los préstamos sin garantía, dadas las turbulencias en el mercado monetario. En principio, las actividades interbancarias se centran al obtener los agregados monetarios y crediticios. Sin embargo, todo préstamo interbancario garantizado que se liquide a través de plataformas electrónicas de negociación clasificadas como intermediarios financieros no monetarios será visible en los préstamos a OIF y se reflejará, en el pasivo del balance de las IFM, en un aumento de las tenencias de depósitos, incluidas las cesiones temporales.

Además, no puede descartarse la posibilidad de que las turbulencias impulsaran, dentro de los préstamos a corto plazo a los OIF, una sustitución entre algunas de sus subcategorías, ya que ciertas operaciones financieras que, anteriormente, se habrían realizado, quedaron congeladas, mientras que

Gráfico A Flujo anual de préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros y de depósitos a corto plazo y cesiones temporales de estos intermediarios

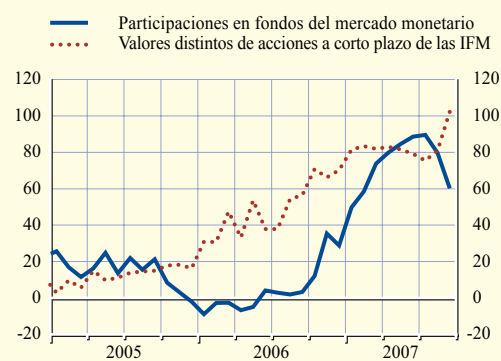
(mm de euros; sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico B Flujo anual de recursos hacia participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM

(mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efectos calendario)



Fuente: BCE.

las operaciones antes descritas pasaron a un primer plano.

Evolución de las participaciones en fondos del mercado monetario

El impacto de las turbulencias sobre los agregados monetarios y crediticios fue visible en la notable reducción, en unos 25 mm de euros, de las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario en poder del sector de tenedores de efectivo en agosto y septiembre. Esta reducción podría reflejar una mayor desconfianza de los inversores respecto a estos instrumentos, al evolucionar su percepción del perfil de riesgo de los fondos del mercado monetario. En los últimos trimestres, algunos fondos del mercado monetario asumieron riesgos a través de sus tenencias de valores respaldados por activos, en gran medida para estimular los rendimientos y superar su tipo de interés de referencia en el mercado monetario. La inquietud, de sobra conocida, respecto a la calidad de los activos de un pequeño número de fondos provocó ventas generalizadas de participaciones en fondos del mercado monetario, ya que los inversores no parecieron diferenciar entre las tenencias de activos de los distintos fondos.

Al mismo tiempo, la evolución global de los agregados monetarios sugiere que la reducción de las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario se reflejó en un correspondiente aumento de los depósitos a corto plazo de los inversores minoristas. Los inversores institucionales parecen haber sustituido, en parte, las participaciones en fondos del mercado monetario por valores distintos de acciones a corto plazo de IFM, lo que ha favorecido la emisión por parte de estas instituciones. En conjunto, podría considerarse esta evolución como una señal de que el sector de tenedores de efectivo mantuvo su disposición a invertir en valores de IFM durante todo el período de turbulencias. Por lo tanto, no hay evidencia de que esta fuente de financiación se haya agotado.

Relación entre las operaciones de mercado abierto adicionales del BCE y los agregados monetarios y crediticios

Para aliviar las tensiones que afectaron al mercado monetario en agosto y septiembre, el BCE realizó varias operaciones de mercado abierto adicionales con distintos plazos de vencimiento de hasta tres meses¹. Las operaciones adicionales modificaron el calendario de inyección de liquidez dentro del

período de mantenimiento, y prolongaron los vencimientos de las operaciones vivas del Eurosistema. Es importante señalar que estas operaciones no alteraron el volumen total de liquidez proporcionado en los respectivos períodos de mantenimiento de reservas.

Como todas las operaciones de mercado que lleva a cabo el BCE, las operaciones adicionales que realizó en el mercado monetario desde el comienzo de agosto, fueron operaciones entre el Eurosistema y las IFM, que crearon depósitos dentro del Eurosistema. En el contexto del balance consolidado de las IFM, que constituye la base para la compilación de los agregados monetarios, se compensan todas las posiciones entre IFM, así como las posiciones entre éstas y el banco central. Por lo tanto, con independencia de su volumen, las operaciones que realiza el BCE, en sentido estricto, no pueden afectar directamente al agregado M3.

No obstante, la modificación del calendario y de la estructura de vencimientos de las operaciones parece haber facilitado la ejecución ordenada de las actividades bancarias durante el período de turbulencias financieras, que, en otras circunstancias, se habría visto dificultada por la perturbación del mercado interbancario. Concretamente, la estabilización del tipo de interés a un día en niveles próximos al tipo mínimo de puja de las operaciones regulares de financiación del Eurosistema ha contribuido a garantizar que las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno se transmitan al proceso de creación de dinero y crédito de una manera más cercana a las circunstancias normales de lo que habría sido el caso.

Conclusiones

Los datos monetarios y crediticios disponibles hasta septiembre del 2007 indican que las turbulencias que afectaron a los mercados financieros han dejado sentir sus efectos sobre algunas partidas del balance consolidado de las IFM que guardan una estrecha relación con la naturaleza de las turbulencias. En particular, se han visto afectados la evolución de los préstamos a otros intermediarios financieros y de sus depósitos, las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones de las IFM.

Al mismo tiempo, según un amplio conjunto de información pormenorizada no se observan efectos visibles en los agregados monetarios y crediticios amplios. De cara al futuro, las turbulencias podrían influir de forma más acusada en la evolución global de M3 si desencadenaran un aumento generalizado de la aversión al riesgo.

1. Véase el recuadro titulado «Operaciones de mercado abierto adicionales del BCE en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre del 2007», en el Boletín Mensual de septiembre del 2007.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total a residentes en la zona del euro descendió, aunque se mantuvo en niveles elevados. Esta evolución general es consecuencia del aumento de la tasa de disminución interanual del crédito a las Administraciones Públicas, pero también de la ligera reducción de la tasa de expansión del crédito al sector privado. En septiembre, las IFM siguieron eliminando la deuda pública de sus carteras, en consonancia con el patrón general observado desde marzo del 2006. Las IFM pueden haber vendido valores de deuda pública para generar liquidez y cubrir las necesidades de financiación en un entorno de turbulencias financieras.

Los préstamos al sector privado continuaron su fuerte expansión, registrando un crecimiento interanual del 11% en septiembre, frente al 11,2% de agosto. La ligera moderación observada en septiembre refleja la evolución de los préstamos a los sectores no financieros y a las empresas de seguros y fondos de pensiones.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares disminuyó hasta el 6,7% en septiembre, desde el 7% registrado el mes anterior. Este descenso no es mucho más acusado que la moderación del crecimiento de los préstamos registrada desde la primavera del 2006. Por tanto, los datos de los balances de las IFM no arrojan evidencia alguna, al menos no todavía, de que se esté reduciendo la oferta de préstamos bancarios a los hogares. De hecho, en agosto y septiembre, las IFM concedieron préstamos a hogares por un valor neto de 36 mm de euros. Esta evolución refleja en gran medida la dinámica de los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa del 7,8% en septiembre, en términos interanuales, ligeramente por debajo del 8,1% observado en agosto (véase cuadro 2). La moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda estuvo en consonancia con la desaceleración del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en una serie de economías de la zona del euro, y con la progresiva tendencia al alza de los tipos de los préstamos hipotecarios en toda la zona en los últimos trimestres. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo hasta el 5% en septiembre, desde el 5,8% de agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras prácticamente no varió, situándose en el 14,1% en septiembre. Por tanto, el crecimiento interanual del endeudamiento de las sociedades no financieras se mantuvo cercano a los niveles más altos observados desde 1980¹. En el conjunto de agosto y septiembre, las IFM concedieron préstamos a las sociedades no financieras por un importe neto de 71 mm de euros. Continúa siendo difícil interpretar las repercusiones del fuerte endeudamiento de las sociedades no financieras en el contexto de las turbulencias financieras. Por el momento, la aparente capacidad de las entidades de crédito para prestar financiación desmiente la existencia de problemas serios en la oferta de crédito bancario. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta que las reservas globales de capital son suficientes y que las variables fundamentales de las sociedades no financieras son sólidas, la actividad crediticia sigue siendo atractiva, aunque a un precio que podría ser superior en el caso de algunos prestatarios, debido al riesgo de crédito. Es posible que los grandes flujos netos mensuales en préstamos a las sociedades no financieras también sean consecuencia de la dificultad de las entidades de crédito para titularizar préstamos, dadas las tensiones recientes en los mercados de titularización. Además, parte de estas operaciones de crédito pueden obedecer a la incapacidad actual de las entidades de crédito para dar de baja de sus balances los préstamos puente asociados con operaciones de recompra con apalancamiento financiero (LBO) o de fusión y adquisición. El mayor endeudamiento de las sociedades no financieras puede deberse a la posi-

¹ Véase el recuadro 1, titulado «Nuevas series históricas para la zona del euro sobre los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras», en el Boletín Mensual de octubre del 2007.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Ago	2007 Sep
Sociedades no financieras	42,6	13,0	13,0	12,7	13,8	14,2	14,1
Hasta un año	29,7	10,5	9,9	10,1	12,2	12,9	13,4
De uno a cinco años	19,2	20,5	19,9	19,2	19,9	20,4	19,9
Más de cinco años	51,2	12,0	12,4	12,0	12,6	12,8	12,4
Hogares²⁾	47,7	8,6	8,1	7,5	7,0	7,0	6,7
Crédito al consumo ³⁾	12,8	8,0	7,1	6,5	5,7	5,8	5,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,4	10,2	9,4	8,6	8,1	8,1	7,8
Otras finalidades	15,8	2,7	3,2	3,7	3,3	3,3	3,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,1	29,1	27,6	23,8	26,6	27,9	25,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,6	16,4	12,3	15,9	19,8	19,7	20,1

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

ble petición anticipada de préstamos en previsión de un deterioro de las condiciones de financiación, pero hubiera sido de esperar que esta reacción también se manifestara en un aumento de sus tenencias de depósitos, lo cual no ha sido el caso. Al mismo tiempo, la evolución del endeudamiento en agosto y septiembre podría reflejar igualmente las necesidades existentes de financiación para gastos de capital en un entorno de intensa actividad económica. En la coyuntura actual, no hay evidencia de restricciones serias en la oferta de préstamos a las sociedades no financieras. Sin embargo, las condiciones de financiación se han endurecido, reflejando el alejamiento de la política monetaria acomodaticia desde diciembre del 2005, lo cual tiene un efecto moderador en la evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a otros intermediarios financieros aumentó hasta el 20,1% en septiembre, desde el 19,7% del mes anterior. En agosto y septiembre del 2007, el flujo mensual de los préstamos a otros intermediarios financieros ascendió a un total de 43 mm de euros, en términos netos.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) disminuyó hasta el 9,6% en septiembre, frente al 10,4% del mes anterior. Esta reducción fue generalizada en los distintos componentes.

En septiembre se observó otra salida significativa, por importe de 29 mm de euros, en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, tras una salida de 34 mm de euros en agosto. Como consecuencia, el flujo interanual de los activos exteriores netos disminuyó hasta 207 mm de euros en septiembre, desde 244 mm de euros el mes anterior (véase gráfico 6). Alrededor de principios de año, los participantes en los mercados financieros vieron oportunidades de inversión favorables en la zona del euro, en un entorno de escasa volatilidad y abundante liquidez en dichos mercados. Estas condiciones generaron unas entradas de capital considerables. En el contexto de las turbulencias recientes y la mayor volatilidad de los mercados financieros, estas posiciones inversoras abiertas se deshicieron, ya que dejaron de ser rentables al revisarse la valoración del riesgo. Las salidas de capital resultantes observadas en los dos últimos meses se asocian con una disminución de los activos exteriores netos de las IFM.

En general, los datos más recientes (basados en cifras hasta finales de septiembre del 2007) muestran un crecimiento monetario y del crédito sólido y continuado, con escasos signos de que las turbulencias de los mercados financieros hayan tenido un impacto específico en la expansión de los agregados monetarios y crediticios amplios. La dinámica monetaria subyacente sigue siendo sólida y apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En agosto del 2007, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro mantuvo su vigor y prácticamente no varió con respecto al mes anterior. Esta evolución fue consecuencia del ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las IFM, que compensó la moderada desaceleración observada en el caso de las sociedades no financieras y de las Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias se mantuvo alta, sin apenas cambios. La emisión de acciones cotizadas no registró casi variaciones y permaneció en niveles relativamente moderados si se compara con la de valores distintos de acciones.

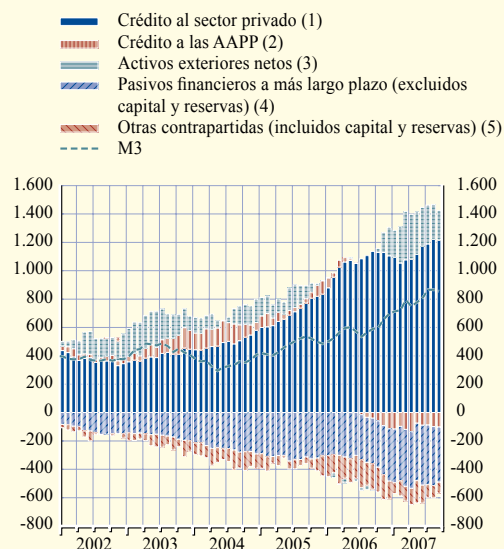
VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 9,1% en agosto del 2007, reduciéndose 0,1 punto porcentual con respecto a julio (véase cuadro 3). En lo que se refiere a la estructura de vencimientos de estos valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo aumentó hasta el 15,2% en agosto, desde el 12,6% del mes anterior, mientras que la de valores a largo plazo se moderó ligeramente, reduciéndose desde el 8,7% hasta el 8,4%. La tasa de crecimiento interanual de los valores a largo plazo a tipo de interés variable, que se situó en el 15,4%, volvió a ser considerablemente más elevada que la de los valores a largo plazo a tipo de interés fijo, que en agosto fue del 5,3%. Esta evolución podría reflejar la persistencia de una demanda de valores a tipo de interés variable comparativamente elevada, en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos relativamente plana.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 9,6% en agosto, desde el 10% registrado el mes anterior (véase gráfico 7), como consecuencia, en parte, de la amortización neta de estos valores observada en agosto. En períodos de turbulencias en los mercados, como las observadas recientemente, también puede resultar conveniente analizar la evolución a corto plazo utilizando datos desestacionalizados para el período más reciente. Aunque estos datos deben interpretarse con cautela, pueden ayudar a identificar puntos de inflexión en las series. Las tasas de crecimiento de tres meses anualizadas, construidas sobre la base de datos desestacionalizados,

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Ago	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Jul	2007 Ago
Valores distintos de acciones:	11.834	7,0	7,9	8,0	8,7	9,0	9,1
IFM	4.931	8,4	9,8	10,5	10,5	10,8	11,1
Instituciones financieras no monetarias	1.342	25,9	28,3	26,9	27,5	27,3	27,4
Sociedades no financieras	682	3,9	4,3	4,9	6,3	10,0	9,6
Administraciones Públicas	4.879	2,8	2,8	2,4	3,2	3,3	3,1
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.571	2,3	2,4	2,1	3,1	3,3	3,1
Otras Administraciones Públicas	308	11,8	9,1	6,8	5,8	2,6	2,6
Acciones cotizadas:	6.522	1,2	1,1	1,1	1,2	1,5	1,4
IFM	1.042	1,8	2,0	2,3	1,8	1,4	1,3
Instituciones financieras no monetarias	583	1,5	1,1	1,0	1,5	1,5	1,4
Sociedades no financieras	4.897	1,1	0,8	0,8	1,0	1,5	1,4

Fuente: BCE.

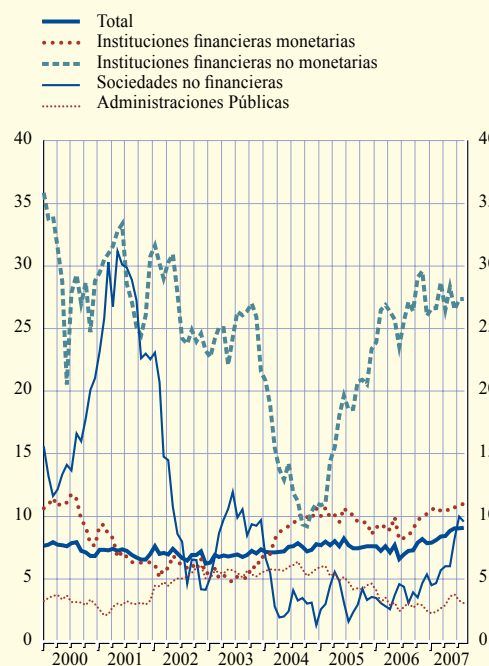
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

muestran un descenso más pronunciado en julio y, por tanto, apuntan a una desaceleración más acusada. En términos de la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en agosto, en un nivel cercano al 7%, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores a corto plazo emitidos por dichas sociedades, que había aumentado desde febrero, cayó 0,7 puntos porcentuales y se situó en el 24,5%.

En agosto del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó ligeramente, hasta el 11,1%, lo que indica que las entidades de crédito siguen captando financiación para satisfacer la considerable demanda derivada del acusado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. Este incremento puede atribuirse, principalmente, al considerable dinamismo observado en la emisión de valores a corto plazo, cuya tasa de crecimiento interanual ascendió hasta el 16,9% en agosto, 2,9 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en julio. La tasa de crecimiento de los valores a largo plazo emitidos por las IFM se mantuvo prácticamente sin variación en agosto, en torno al 10%. Sin embargo, los datos desestacionalizados de los valores a largo plazo apuntan

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

a una ligera reducción de esta tasa. En cambio, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada de los valores a corto plazo emitidos por las IFM aumentó notablemente.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias prácticamente no varió en agosto y se situó en el 27,4%, un nivel significativamente más elevado que el de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM. Sin embargo, la evolución a corto plazo indica, en cierta medida, una desaceleración en el sector de las instituciones financieras no monetarias. Es probable que la mayor parte de la actividad emisora de este sector haya estado relacionada con las operaciones de titulización de las entidades de crédito y podría resultar afectada negativamente por la reciente volatilidad de los mercados financieros, aunque los datos de agosto no reflejan todavía ningún impacto significativo. Además, la desaceleración de las operaciones de titulización por parte de dichas entidades también podría reflejarse en una reducción de las operaciones apalancadas (véase recuadro 3).

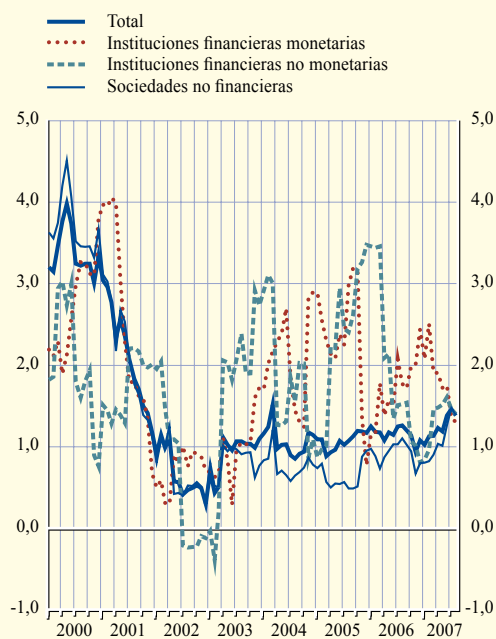
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público cayó ligeramente en agosto, hasta el 3,1%, desde el 3,3% de julio. Esta disminución fue consecuencia de la moderada desaceleración de la tasa de crecimiento de los valores de este tipo emitidos por la Administración Central, que descendió desde el 3,3% en julio hasta el 3,1% en agosto, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la actividad emisora de otras Administraciones Públicas se mantuvo sin variación en el 2,6%.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no registró cambios, situándose en el 1,4% en agosto (véase cuadro 3). Este resultado refleja el hecho de que apenas se produjo variación en las tasas de crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM, las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras, que alcanzaron niveles del 1,3%, el 1,4% y el 1,4%, respectivamente (véase gráfico 8).

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

Recuadro 3

EL IMPACTO DE LAS TENSIONES REGISTRADAS EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO SOBRE LA ACTIVIDAD DEL SEGMENTO DE OPERACIONES APALANCADAS

Durante los años 2005 y 2006, las adquisiciones de empresas de la zona del euro realizadas mediante operaciones apalancadas (LBO, en sus siglas en inglés) financiadas con capital riesgo aumentaron hasta alcanzar máximos sin precedentes. Esta evolución propició el auge observado, de manera más general, en las operaciones de fusión y adquisición en los últimos años, que contribuyeron a la acusada aceleración del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro. Sin embargo, en los últimos meses, las adquisiciones con apalancamiento se han desacelerado considerablemente, en un entorno de revisión de la valoración de los riesgos y como consecuencia de las tensiones en los mercados internacionales de crédito. Estas tensiones han afectado, entre otros, a los mercados de titulización y a los de financiación estructurada (como las emisiones de préstamos garantizados) que en los últimos años han contribuido a la obtención de financiación a tipos de interés reducidos para operaciones apalancadas y que han permitido a las entidades de crédito transferir el riesgo incluso de préstamos altamente apalancados. En este recuadro se analiza el impacto de las turbulencias registradas en los mercados de crédito sobre la actividad en el segmento de operaciones apalancadas y los posibles efectos sobre el crecimiento de los préstamos de las IFM a empresas.

Evolución de la actividad en el segmento de operaciones apalancadas

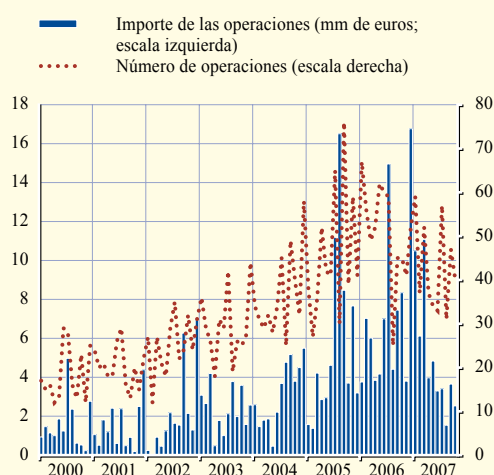
Los datos más recientes sobre compras apalancadas con base en la zona del euro señalan un pronunciado descenso del importe y del número de operaciones en los tres últimos meses. En consecuencia, el importe medio mensual de este tipo de operaciones desde finales de junio del 2007 ha sido de solo 2,9 mm de euros, en comparación con un importe medio mensual de 6,6 mm de euros en los dos años y medio anteriores (véase gráfico A). La actividad de este segmento también ha disminuido en los últimos meses en lo que respecta al número de operaciones hasta un nivel próximo al del 2003, tras un período de intensa actividad en los últimos dos años y medio.

Es probable que la caída de las actividades de recompra con apalancamiento esté relacionada con factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la demanda, el aumento de los diferenciales de crédito observado desde junio del 2007 puede haber contenido la demanda de préstamos para financiar este tipo de operaciones. Desde ese mes, los diferenciales de crédito se han ampliado en todas las categorías de calificación crediticia, pero los correspondientes a los prestatarios con calificación más baja (como las empresas adquiridas con niveles elevados de apalancamiento), en particular, se han incrementado de forma significativa con respecto a los niveles históricamente reducidos observados en los dos últimos años. De este modo, entre finales de junio y el 7 de noviembre de 2007, los diferenciales de los valores de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro se incrementaron unos 160 puntos básicos (en comparación con un aumento de sólo 40 puntos básicos para los diferenciales de los bonos de renta fija privada con calificación BBB en ese mismo período).

Es probable que la caída observada en la actividad del segmento de operaciones apalancadas también esté estrechamente relacionada con el hecho de que, tras las tensiones registradas recientemente en los mercados de crédito, las entidades de crédito estén afrontando crecientes dificultades en los mercados secundarios de crédito al tratar de transferir préstamos asociados a operaciones de recompra con apalancamiento que ya se habían comprometido a financiar en los meses anteriores.

Gráfico A Operaciones apalancadas en la zona del euro

(datos mensuales)



Fuente: Bureau van Dijk (Zephyr).

Gráfico B Operaciones apalancadas anunciadas y cerradas en la zona del euro

(datos mensuales; mm de euros; suma móvil de seis meses)



Fuente: Bureau van Dijk (Zephyr).

A modo de ilustración, el gráfico B indica que, según la experiencia previa, cabe esperar que las «operaciones cerradas» alcancen un máximo transcurridos tres o cuatro meses, aproximadamente, desde la fecha de las «operaciones anunciadas». No obstante, en los últimos meses, el importe de las operaciones cerradas ha disminuido considerablemente, a pesar del sustancial importe de las operaciones anunciadas a principios del 2007. De este modo, el importe total de las operaciones cerradas para los seis meses transcurridos hasta octubre del 2007 sólo ascendió a 19 mm de euros, en comparación con una media semestral de 40 mm de euros en el período transcurrido desde principios del 2005. Al mismo tiempo, el importe total de las operaciones anunciadas disminuyó hasta 37 mm de euros durante el período de seis meses transcurrido hasta octubre del 2007, en comparación con 50 mm de euros en el período transcurrido desde enero del 2005.

Impacto sobre el sector bancario

El significativo descenso del importe de las operaciones apalancadas cerradas en los últimos meses puede deberse, en cierta medida, a las mayores dificultades para captar financiación, como se ha reflejado en el creciente número de operaciones con préstamos apalancados anunciadas pero no formalizadas observado en el 2007 (véase gráfico C). De este modo, el número de operaciones anunciadas pero no formalizadas en porcentaje del total de operaciones anunciadas (es decir, operaciones anunciadas formalizadas y no formalizadas) se ha situado en niveles próximos al 60% en el 2007, en comparación con un porcentaje medio del 15% en los diez años precedentes. Esto podría responder, entre otros factores, a que los promotores pueden haber renunciado a operaciones anunciadas previamente en algunos casos, como consecuencia del aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y de la revisión de la valoración de los riesgos en los últimos meses. Además, también podría deberse a las crecientes dificultades a las que han tenido que hacer frente las entidades de crédito en los últimos meses para transferir de sus balances una parte considerable de estos préstamos apalancados y, en consecuencia, pueden haberse tornado menos dispuestas a firmar nuevos contratos de préstamo a medida que se ha estancado la emisión en los mercados de préstamos apalancados y han aumentado las preocupaciones acerca de la capacidad de los mercados para absorber un volumen de deuda elevado asociado a las operaciones de recompra con apalancamiento financiero.

Una encuesta realizada recientemente por el Comité de Supervisión Bancaria sobre las actividades de operaciones apalancadas de las entidades de crédito ha puesto de manifiesto que las entidades de crédito consideraban que la fuente más importante de riesgo en este segmento de negocio era el riesgo de *warehousing* (o de aseguramiento). Entre otras cosas, la encuesta ha permitido constatar que en general pueden transcurrir hasta cuatro meses, una vez formalizado el contrato de préstamo, hasta que las entidades hayan distribuido completamente sus exposiciones por préstamos apalancados¹. En este contexto cabe observar que, según los datos de operaciones individuales de Dealogic Loanware, en el periodo comprendido entre enero y septiembre del 2007, las entidades de crédito de la zona del euro acordaron financiar operaciones apalancadas por importe de unos 84 mm de euros. A la vista de la evolución reciente de los mercados de crédito, es posible que las entidades de la zona hayan tenido que retener estos préstamos más tiempo del esperado.

Una parte considerable de los préstamos apalancados que las entidades no pueden transferir o que deben venderse con un descuento, conjuntamente con un aumento del riesgo de impago de empresas altamente apalancadas, podrían generar presiones a la baja sobre los ingresos y las ratios de capital de las entidades de crédito activas en la financiación de compras con apalancamiento y, por lo tanto, expuestas en el mercado de préstamos apalancados. Ciertamente, durante el período transitorio en el que las entidades tienen que retener estos préstamos, puede que afronten restricciones de capital, dada la envergadura de sus exposiciones y, por consiguiente, es posible que tengan que reducir los préstamos y líneas de crédito. En la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema de octubre del 2007 se indicaba que hay mayores probabilidades de que los préstamos para financiar grandes operaciones de fusión y adquisición resulten afectados por el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito en el último trimestre del 2007².

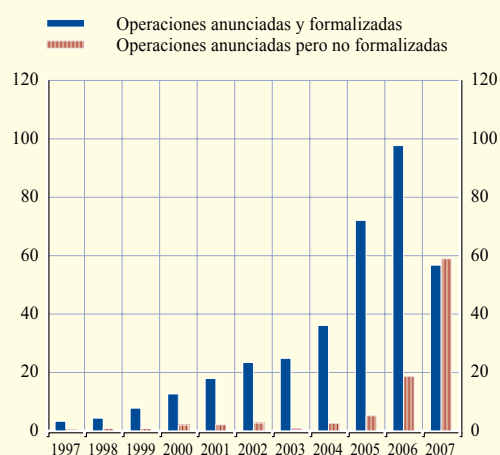
Es muy probable que el aumento de las operaciones apalancadas y de otras operaciones relacionadas con fusiones y adquisiciones observado en los tres últimos años haya contribuido al fuerte crecimiento de los préstamos y líneas de crédito a las sociedades no financieras de la zona del euro. Por tanto, cabe esperar que una desaceleración en las actividades de recompra con apalancamiento y en otras operaciones asociadas a fusiones y adquisiciones contribuya a un crecimiento más moderado del crédito concedido a este sector por las IFM de la zona del euro en los próximos meses, junto con el impacto de unas condiciones de financiación, en general, más restrictivas. No obstante, el hecho de que muchas entidades de crédito de la zona puedan tener que retener préstamos apalancados ya acordados durante más tiempo del esperado sin poder «reintermediarlos» podría haber generado algunas presiones al alza sobre el importe de los préstamos concedidos por las IFM en los últimos meses, además de los efectos derivados de la demanda de préstamos por parte de empresas (véase también la sección 2.1).

¹ Véase también el artículo titulado «Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», en el Boletín Mensual de agosto del 2007.

² Véase también el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007», en el Boletín Mensual de octubre del 2007.

Gráfico C Contratos de préstamos apalancados en la zona del euro

(datos mensuales; mm de euros)



Fuente: Dealogic Loanware.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

El inusualmente acusado diferencial entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado monetario a plazos superiores al muy corto plazo se mantuvo en octubre y a principios de noviembre, aunque fue reduciéndose paulatinamente a lo largo del mes. Al mismo tiempo, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos de dicho mercado aumentó ligeramente, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes se incrementó, situándose algo por encima de 40 puntos básicos.

En octubre y a principios de noviembre, el diferencial entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado interbancario a plazos superiores al muy corto plazo se mantuvo alto, siendo reflejo de las tensiones continuas en el mercado monetario a plazo. Los diferenciales entre los tipos EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados (por ejemplo, los derivados del índice *swap* del EONIA o el EUREPO, un índice para los repos del sector privado), que habían aumentado significativamente en el entorno de las turbulencias en los mercados, permanecieron en niveles elevados durante todo el mes de octubre. Tras situarse en 74 puntos básicos el 2 de octubre, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO a tres meses descendió, especialmente en la primera quincena del mes, colocándose en 53 puntos básicos el 8 de noviembre.

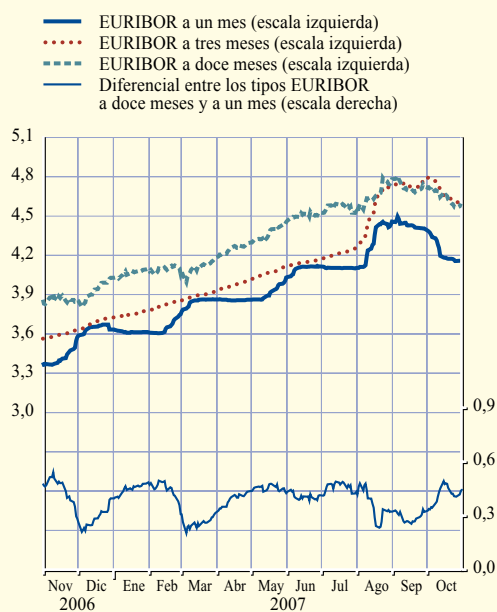
El EURIBOR a tres meses se redujo 21 puntos básicos, desde el 4,80% el 2 de octubre hasta el 4,59% el 7 de noviembre. El EURIBOR a un mes, a seis meses y a doce meses experimentó una evolución similar, situándose en el 4,14%, el 4,60% y el 4,60%, respectivamente, el 8 de noviembre. La inclinación de la pendiente de la curva del EURIBOR aumentó ligeramente en el período analizado, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó desde sólo 33 puntos básicos a comienzos de octubre, hasta 45 puntos básicos el 8 de noviembre (véase gráfico 9).

El 7 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo y junio del 2008 se situaban en el 4,56%, el 4,39% y el 4,31%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a principios de octubre, el tipo de interés implícito de los contratos con vencimiento en diciembre del 2007 disminuyó 4 puntos básicos, mientras que los tipos implícitos de los contratos con vencimientos en marzo y junio del 2008 registraron un aumento de 4 y 5 puntos básicos, respectivamente.

El 4 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 4%. Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para el final del período de mantenimiento, el 9 de octubre, último día de dicho período, se llevó a cabo una operación de ajuste para drenar liquidez, mediante la cual el BCE absorbió 24,5 mm de euros, fijándose el EONIA en el 3,945% (véase gráfico 10). En los primeros

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

días del período de mantenimiento de reservas que terminó el 13 de noviembre, el EONIA cayó hasta situarse en el 3,818% el 11 de octubre. El 12 de octubre, el BCE realizó otra operación de ajuste a cinco días, que absorbió 30 mm de euros. Después del 15 de octubre, el EONIA volvió a niveles más normales, cercanos al 4%.

Con el fin de hacer frente a la demanda de las contrapartidas para cumplir las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE reforzó su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, manteniendo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. Por tanto, en las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema del 9, 16, 23 y 30 de octubre, el BCE adjudicó 40 mm de euros, 18 mm de euros, 14,5 mm de euros y 9,5 mm de euros, respectivamente, por encima de los importes de referencia correspondientes. Los tipos de interés marginales resultantes se fijaron en el 4,12%, el 4,11%, el 4,11% y el 4,14%, respectivamente. En la última operación principal de financiación del 6 de noviembre, el BCE adjudicó 3,5 mm de euros por encima del importe de referencia y, como consecuencia, el tipo de interés marginal se situó en el 4,14%. Después de la primera semana del período de mantenimiento actual, el EONIA se había estabilizado en gran medida, con la excepción de que el 31 de octubre, debido al efecto de fin de mes, se elevó al 4,131%.

En la operación regular de financiación a plazo más largo del Eurosistema del 31 de octubre de 2007 (ejecutada de acuerdo con el procedimiento de OFPML habitual, con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), los tipos de interés marginal y medio ponderado se fijaron en el 4,45% y el 4,53%, respectivamente. El tipo de interés marginal de la operación fue 15 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente en dicha fecha.

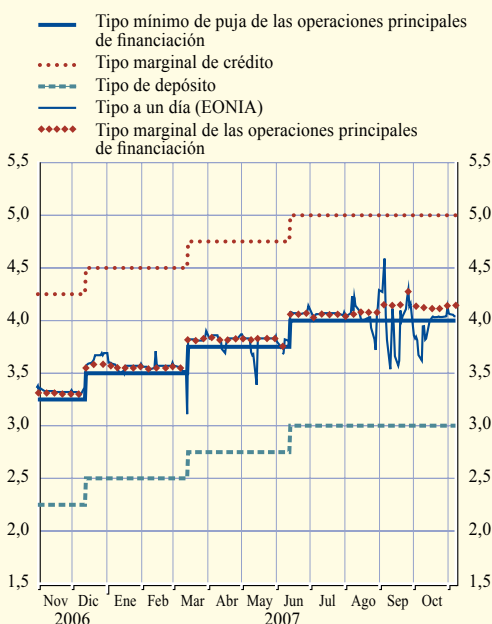
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en octubre y en los primeros días de noviembre en la zona del euro y en Estados Unidos y su evolución reciente parece haber estado determinada, principalmente, por el menor optimismo de los participantes en el mercado respecto a la actividad económica futura. Las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas a largo plazo, crecieron ligeramente en la zona del euro, manteniéndose en niveles relativamente elevados.

En octubre y a principios de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó un descenso a ambos lados del Atlántico, como consecuencia, en gran medida, del menor rendimiento real de los bonos, reflejo de la revisión a la baja de las expectativas de los participantes en el mercado respec-

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

(en porcentaje; datos diarios)

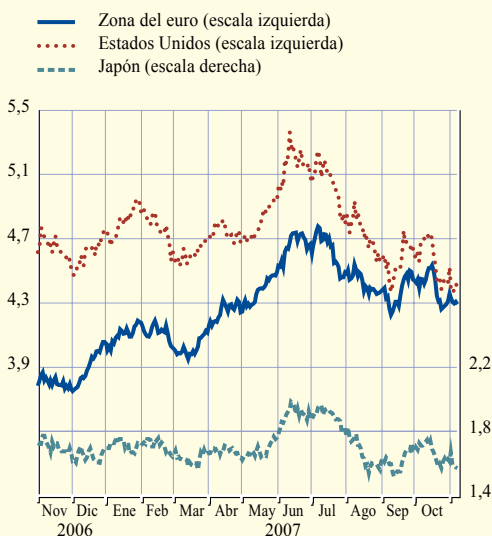


Fuentes: BCE y Reuters.

to a la actividad económica futura. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro descendió unos 15 puntos básicos entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2007, hasta situarse en el 4,3% (véase gráfico 11). El rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo se redujo en 25 puntos básicos durante el mismo período, situándose en el 4,4% el 7 de noviembre. 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 unos 10 puntos básicos en el período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos en relación con finales de septiembre, hasta situarse en el 1,6% el 7 de noviembre. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se fue reduciendo hasta mediados de octubre a ambos lados del Atlántico, antes de repuntar hasta alcanzar niveles próximos a los observados a finales de septiembre.

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

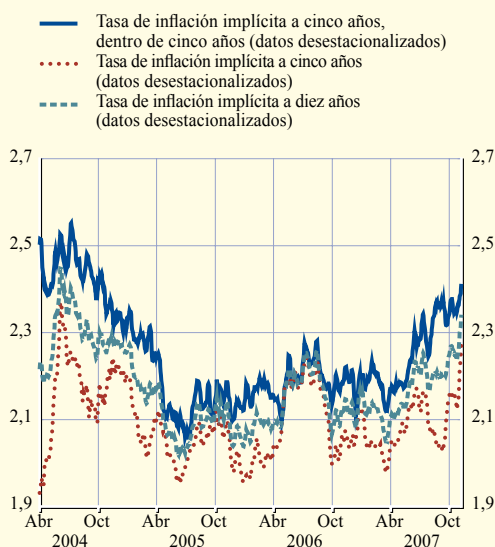
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

En Estados Unidos, el descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo fue resultado del menor rendimiento real de los bonos, que decreció incluso más que el rendimiento nominal. Gran parte de este descenso es reflejo de las perspectivas de menor crecimiento de la economía estadounidense, que los participantes en el mercado atribuyen a los efectos económicos adversos del aumento de los precios del petróleo, del deterioro de la situación en el mercado de la vivienda y de la incertidumbre acerca de las repercusiones de las turbulencias financieras provocadas por la crisis hipotecaria estadounidense. Las revisiones a la baja de las expectativas de tipos de interés a medio y largo plazo contribuyeron también al descenso del rendimiento de los bonos en el período analizado. Tal y como esperaban los mercados, el 31 de octubre el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar el tipo de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos. Al mismo tiempo, no puede descartarse que se incrementara la demanda de deuda pública de alta calidad por parte de los inversores durante el período examinado, lo que redujo las primas de riesgo incorporadas al rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, reflejadas en las tasas de inflación implícitas, se elevaron en Estados Unidos, especialmente en los plazos más cortos. Esta evolución puede estar relacionada con los nuevos máximos alcanzados por los precios del petróleo y con la depreciación del dólar estadounidense, que suelen asociarse con mayores presiones inflacionistas a corto plazo.

En la zona del euro, siguiendo, en general, la tendencia observada en los mercados internacionales y, en particular, en Estados Unidos, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo disminuyó en octubre y a primeros de noviembre, al tiempo que se reducía también el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación. Ello respalda la opinión de que los participantes en el mercado revisaron también ligeramente a la baja sus expectativas respecto a la actividad económica de la zona del euro, aunque en menor medida que para Estados Unidos.

Gráfico 12 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

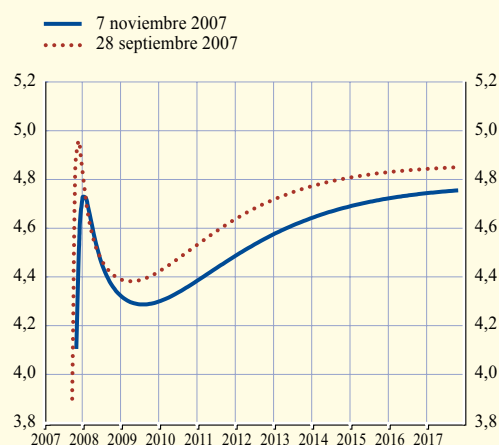
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

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

Las tasas de inflación implícitas a largo plazo aumentaron ligeramente en todos los plazos en el período considerado con respecto a los niveles ya relativamente elevados registrados en los meses anteriores. En el contexto del reciente incremento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro y de los nuevos máximos alcanzados por los precios del petróleo, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, se elevó desde el 2,3% observado a finales de septiembre hasta el 2,4% registrado el 7 de noviembre (véase gráfico 12). El aumento de la tasa de inflación implícita a cinco años fue ligeramente más acusado en el período de referencia.

Entre finales de septiembre y comienzos de noviembre del 2007, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja en los plazos medios y largos (véase gráfico 13), probable reflejo del descenso de las primas de riesgo asociadas a los desplazamientos de fondos hacia la deuda pública.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto del 2007, la mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM continuó su tendencia al alza. Los tipos de interés de los préstamos aumentaron de forma más acusada que los de los depósitos y, en líneas generales, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de mercado se mantiene acorde con la tónica histórica.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos se incrementaron en agosto del 2007 (véanse cuadro 4 y gráfico 14). La subida más significativa se observó en los tipos de interés de los préstamos a hogares para consumo, que aumentaron 40 puntos básicos entre julio

y agosto del 2007, invirtiendo el descenso del mes anterior. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año aumentaron 10 puntos básicos y los tipos de interés de estos préstamos con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años se incrementaron 6 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año se elevaron 15 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros y 8 puntos básicos para los préstamos por importe superior a un millón de euros. Además, los tipos aplicados por las entidades de crédito a los depósitos a plazo

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta ago 2007 ²⁾		
	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Jul	2007 Ago	2007 Ene	2007 Abr	2007 Jul
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,87	3,27	3,51	3,77	3,85	3,93	60	34	8
A plazo a más de dos años	2,68	2,84	2,71	2,73	3,02	3,03	12	19	1
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,26	2,37	2,38	2,41	2,44	2,52	17	10	8
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,68	2,86	3,14	3,31	3,39	3,45	48	25	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	1,36	1,53	1,72	1,79	1,82	1,87	27	12	5
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,98	3,47	3,67	3,93	4,01	4,08	59	34	7
A plazo a más de dos años	3,70	4,03	3,61	4,09	4,38	4,18	10	30	-20
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,79	7,60	7,69	8,09	8,07	8,47	73	63	40
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,31	4,55	4,78	4,99	5,06	5,16	51	33	10
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,63	4,55	4,69	4,89	5,02	5,08	50	36	6
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,69	5,80	6,06	6,18	6,31	6,43	53	31	12
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,74	5,08	5,29	5,53	5,59	5,74	58	37	15
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,59	4,67	4,83	5,00	5,09	5,15	50	29	6
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,03	4,50	4,67	4,90	4,92	5,00	54	30	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,48	4,63	4,86	5,17	5,18	5,30	59	42	12
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,34	3,68	3,89	4,15	4,22	4,54	79	56	32
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,62	3,79	3,94	4,45	4,48	4,19	25	8	-29
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,70	3,83	3,95	4,57	4,55	4,27	25	12	-28

Fuente: BCE.

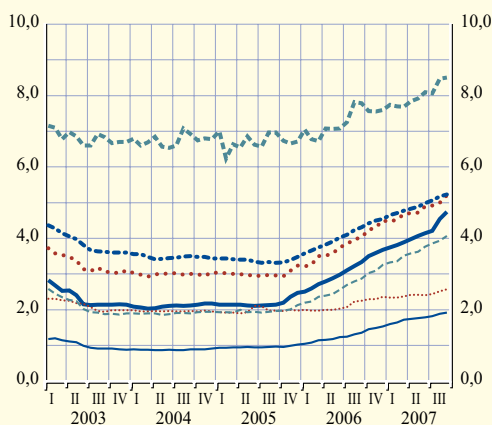
1) Los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

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

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



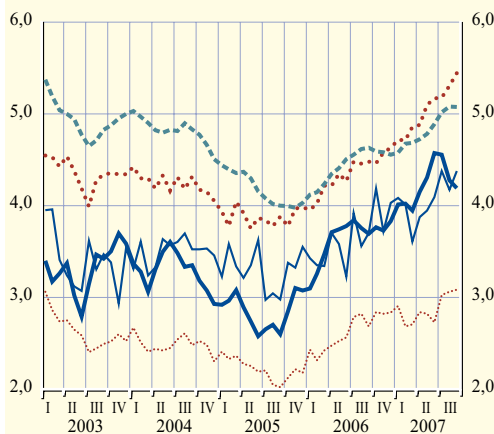
Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

hasta un año de los hogares y de las sociedades no financieras subieron alrededor de 8 puntos básicos. Los datos más recientes muestran que la tendencia alcista observada últimamente en los tipos de interés a corto plazo continuó en septiembre, habiéndose registrado las mayores subidas en los tipos de los préstamos a las sociedades no financieras, que siguieron, aunque sólo parcialmente, el aumento de los tipos del mercado monetario.

Si se considera un período más prolongado, en los últimos meses se ha acelerado la velocidad de transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, tras un período en el que las variaciones de estos últimos presentaban un retardo con respecto a la evolución de los tipos de interés de mercado. Entre septiembre del 2005 y agosto del 2007, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 240 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares subieron 197 puntos básicos. Paralelamente, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos aumentaron 193 puntos básicos en lo que respecta a los préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros, 185 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y sólo 150 puntos básicos en el de los préstamos para consumo.

En agosto del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a más de dos años se mantuvieron prácticamente sin variación en el caso de los hogares y disminuyeron 20 puntos básicos en el de las sociedades no financieras (véanse cuadro 4 y gráfico 15), mientras que el rendimiento de la deuda pública a dos años se redujo 29 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros se incrementaron 6 puntos básicos, mientras que los tipos a largo plazo de los préstamos a sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros se elevaron 12 puntos básicos (véase gráfico 15). En comparación, el rendimiento de la deuda pública equiparable se redujo 28 puntos básicos. En septiembre, los tipos de los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras volvieron a subir, mientras que los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron estables.

En líneas generales, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos bancarios sigue manteniendo bastante la tónica histórica. El aumento observado en agosto en los tipos de los préstamos a las sociedades no financieras también está en consonancia con el incremento del riesgo de crédito percibido por los participantes en el mercado, tal como refleja la ampliación de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito y de los valores de renta fija privada, así como de los tipos *swap*, tras las recientes turbulencias en los mercados de crédito. Al mismo tiempo, examinando el período hasta agosto, no parece que las entidades de crédito hayan transmitido un porcentaje significativo del aumento de los costes de financiación resultante de las dificultades experimentadas en los mercados monetarios a corto plazo y en otros segmentos de los mercados financieros.

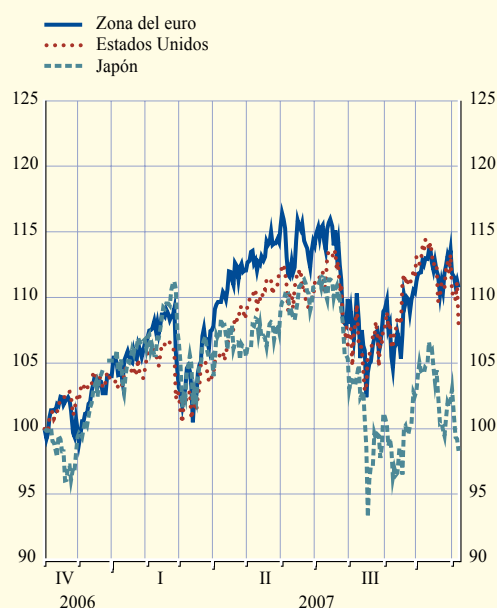
Desde una perspectiva a más largo plazo, en el caso de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM todavía se observan retardos, acordes con la tónica histórica, en la transmisión de las subidas registradas en los tipos de interés de mercado desde septiembre del 2005. El rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años de la zona del euro se elevó 200 y 167 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre del 2005 y julio del 2007. En ese mismo período, los tipos a largo plazo de los depósitos de los hogares se incrementaron sólo 100 puntos básicos. En cuanto a los tipos de interés de los préstamos y créditos, los aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años se elevaron únicamente 108 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con un período inicial de fijación de más de cinco años, los tipos aplicados por las IFM se incrementaron entre 109 y 142 puntos básicos, en función del importe del préstamo. Es probable que entre los factores que explican el hecho de que los diferenciales bancarios se mantengan bajos se incluyan la mayor competencia entre las entidades de crédito y las entidades no bancarias, así como la relajación de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y créditos hasta el segundo trimestre del 2007.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

El 7 de noviembre, pese a mostrar una elevada volatilidad, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron en los principales mercados en niveles similares a los registrados a finales de septiembre. Los posibles efectos desfavorables, tanto directos como indirectos, de las turbulencias financieras del verano sobre los beneficios empresariales ejercieron presiones a la baja sobre los precios de las acciones, que se vieron beneficiados, por otra parte, por el descenso de los tipos de interés a largo plazo. A principios de noviembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable se situó en niveles similares a los observados a finales de septiembre, por lo que siguió siendo alta.

Gráfico 16 Índices bursátiles

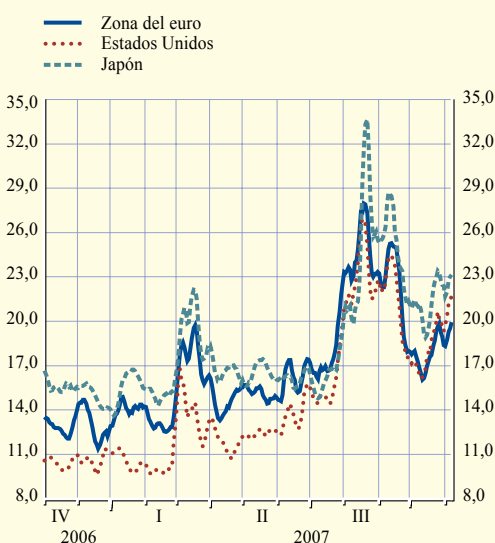
(índice: 1 noviembre 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 17 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.

En octubre prosiguió la estabilización de los índices bursátiles amplios en la zona del euro y en Estados Unidos, tras la fuerte presión vendedora registrada en los meses de verano (véase gráfico 16). Persistió la preocupación respecto a los desfavorables efectos, directos e indirectos, que las turbulencias financieras y las tensiones subyacentes en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo podrían tener sobre los beneficios empresariales. El descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que actúa como factor de descuento de los beneficios empresariales futuros, tuvo una incidencia favorable sobre los precios de las acciones. En general, en la zona del euro las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, experimentaron escasas variaciones entre finales de septiembre y el 7 de noviembre. En Estados Unidos, las cotizaciones, medidas por el índice Standard & Poor's 500, bajaron un 3%, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron un 4% durante el mismo período. Tras disminuir en las principales plazas a principios de octubre, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre de esos mercados, repuntó hasta situarse, al final del período analizado, en niveles próximos a los alcanzados a finales de septiembre (véase gráfico 17).

En octubre se consolidó la estabilización de las cotizaciones bursátiles estadounidenses. Aunque las tasas de crecimiento interanual de los beneficios esperados de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 experimentaron un ligero aumento en octubre en relación con septiembre, manteniéndose en niveles elevados en términos históricos, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción cayó a un solo dígito por primera vez desde el verano del 2003. Además, en octubre un mayor número de empresas y de analistas profesionales de los mercados de renta variable revisaron a la baja sus estimaciones de beneficios, tanto para los próximos doce meses como para los

próximos tres a cinco años. Por el contrario, los precios de las acciones se vieron beneficiados por el descenso de los tipos de interés estadounidenses a largo plazo y por los cambios en las expectativas respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro apenas experimentaron variaciones en el período considerado. Aunque en octubre las empresas de la zona siguieron registrando un crecimiento sostenido de sus beneficios efectivos y esperados, el clima empresarial parece haber sufrido cierto deterioro en ese mismo mes. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 17% en octubre, ligeramente por encima del nivel observado el mes anterior. Por otro lado, los analistas de los mercados de renta variable esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en ese índice crecieran a una tasa del 9% en los próximos doce meses y del 8% en los próximos tres a cinco años, prácticamente sin cambios con respecto al mes de septiembre. Al mismo tiempo, en octubre las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX y los analistas de los mercados de renta variable revisaron notablemente a la baja sus estimaciones de beneficios para los próximos doce meses, lo que no se observaba desde principios del 2005. Uno de los factores que influyeron favorablemente en los precios de las acciones de la zona del euro fue la reducción del componente de tipo de interés sin riesgo del factor de descuento de los beneficios empresariales futuros, debido al descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que, en octubre del 2007, la inflación interanual medida por el IAPC general de la zona del euro se ha elevado de forma significativa, hasta el 2,6%, desde el 2,1% de septiembre y el 1,7% de agosto. La evolución a corto plazo de la inflación medida por el IAPC sigue estando determinada, en gran medida, por el reciente aumento sostenido de los precios de los alimentos elaborados y de la energía, reforzando la incidencia al alza sobre la tasa de inflación interanual derivada del marcado descenso de los precios del petróleo observado hace un año. Por el contrario, los demás componentes del IAPC han registrado una evolución más moderada, pese a la elevada utilización de la capacidad productiva y a las fuertes presiones sobre los precios todavía presentes en la cadena de producción. Es probable que se produzca un nuevo incremento de la inflación en los próximos meses, como consecuencia de las subidas de los precios del petróleo y del alza de los precios de los alimentos a nivel mundial. Cabe esperar que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles altos a comienzos del 2008, y que se modere posteriormente. Se confirma claramente que las perspectivas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, relacionados con el persistente aumento de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, y con incrementos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Además, teniendo en cuenta la existencia de restricciones de la capacidad productiva, el crecimiento del PIB registrado en los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, podría producirse una dinámica salarial más intensa de lo esperado. Asimismo, podría observarse una mayor capacidad de fijación de precios de las empresas en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE OCTUBRE DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC alcanzó el 2,6% en octubre del 2007, su tasa más alta en dos años (véase cuadro 5). Se dispondrá del detalle del IAPC a mediados de noviembre. Sin embargo, los datos actualmente disponibles sugieren que los principales componentes que han determinado el aumento de la inflación pueden haber sido los precios de la energía y de los alimentos elaborados. La importante contribución del componente energético fue debida, principalmente, al impacto que ejerció sobre la tasa de inflación interanual el descenso de los precios de la energía observado en el mismo mes del año pasado, a través de un efecto de base, mientras que la apreciación del euro parece haber contrarrestado ligeramente las recientes subidas de los precios del petróleo.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

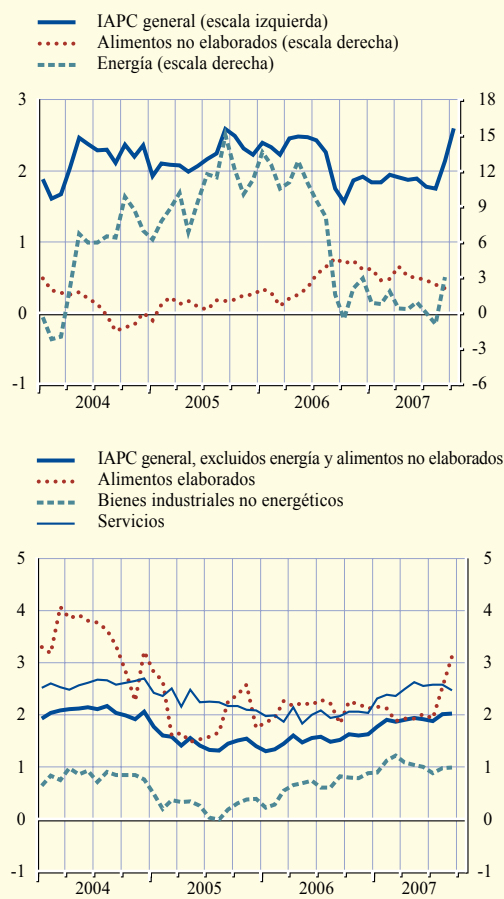
	2005	2006	2007 May	2007 Jun	2007 Jul	2007 Ago	2007 Sep	2007 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6
Energía	10,1	7,7	0,3	0,9	0,0	-0,9	3,0	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	3,1	3,0	2,8	2,4	2,1	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	1,9	2,0	1,9	2,5	3,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	.
Servicios	2,3	2,0	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	2,4	2,3	1,8	1,8	2,7	.
Precios del petróleo (euros/barril)	44,6	52,9	50,3	52,6	55,2	52,4	55,2	57,7
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	11,9	14,2	7,8	5,4	6,9	3,5

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

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

Gráfico 18 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC DE SEPTIEMBRE DEL 2007

Antes de octubre, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro ya había aumentado de forma significativa, hasta el 2,1% en septiembre, desde el 1,7% de agosto (véase gráfico 18). Este incremento, que situó la tasa de inflación medida por el IAPC general por encima del 2% por primera vez desde agosto del 2006, había sido ampliamente anticipado.

En septiembre, la evolución a corto plazo de la inflación medida por el IAPC estuvo dominada por la del componente energético. Un importante efecto de base de los precios energéticos, unido al impacto de la reciente subida del precio del petróleo, provocó un pronunciado aumento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía (hasta el 3%). Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 2,1% en septiembre, desde el 2,4% de agosto, debido, principalmente, a la evolución de los precios de las hortalizas.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, permaneció sin cambios en el 2% en septiembre. Por lo que se refiere a los distintos componentes, en septiembre la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se elevó considerablemente, por segundo mes consecutivo, hasta el 3%, en el contexto de las fuertes subidas de los precios de los productos lácteos y de los cereales observadas en varios países y relacionadas con las actuales presiones sobre los precios de los productos agrícolas a nivel mundial. Por el contrario, la evolución de los otros dos componentes del

IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, fue más moderada en septiembre. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 1%. Pese a la existencia de presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción, tal y como se desprende de la evolución reciente de los precios industriales, y al actual nivel históricamente alto de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, la tasa de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos ha sido moderada en los últimos meses. Ello podría estar relacionado con el descenso de la inflación en los precios de importación de los bienes de consumo, resultado, probablemente, de la apreciación del euro. La inflación en los precios de los servicios se redujo ligeramente en septiembre, hasta el 2,5%, desde el 2,6% registrado en los cuatro meses anteriores, reflejo de la menor contribución de los servicios de alojamiento y de telecomunicaciones. Sin embargo, la inflación en los precios de los servicios sigue siendo relativamente alta, debido, posiblemente, a la mayor capacidad de las empresas de servicios para trasladar los aumentos de costes a sus clientes.

La evolución de los precios de los alimentos parece haber contribuido notablemente a acentuar el sesgo desfavorable de las percepciones y expectativas de los consumidores respecto a la inflación, medidas por los indicadores cualitativos de la encuesta de opinión de la Comisión Europea (véase recuadro 4).

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS PERCEPCIONES Y LAS EXPECTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES DE LA ZONA DEL EURO ACERCA DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses, las medidas de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores basadas en encuestas han registrado un acusado incremento en la zona del euro. En este recuadro se analiza la evolución observada, se consideran los factores determinantes de estos aumentos, y se presentan las posibles implicaciones.

La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea

La Comisión Europea recaba mensualmente la opinión de los consumidores sobre la evolución de la inflación en la zona del euro como parte de su encuesta de opinión. Las respuestas a la encuesta son de carácter cualitativo, y la medida agregada de las opiniones de los consumidores se sintetiza en una «estadística de saldos» que pondera la frecuencia de las respuestas en distintas categorías¹. Según estas medidas, la percepción cualitativa de los consumidores acerca de la inflación en los doce meses anteriores ha experimentado un considerable aumento en los últimos meses, situándose en niveles observados por última vez en enero del 2004 (véase gráfico A). Las expectativas cualitativas de los consumidores acerca de la evolución de la inflación en los doce próximos meses también registraron un acusado incremento en agosto y septiembre. En octubre se situaron por debajo del valor de septiembre, pero se mantuvieron en los elevados niveles de finales del 2006. Cabe observar que desde la introducción del euro, en enero del 2002, no se habían observado aumentos pronunciados y simultáneos de las medidas de las percepciones y las expectativas de inflación. De hecho, las dos series habían presentado una correlación negativa en el período transcurrido desde el cambio de moneda.

Por definición, las estadísticas de saldos únicamente proporcionan información cualitativa sobre el cambio de dirección en las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores, y no ofrecen ninguna indicación de la magnitud de las tasas de inflación percibida y esperada. Dado que estas tasas son esencialmente distintas de la inflación medida por el IAPC, no se puede realizar una comparación directa entre estos indicadores. Sin embargo, las respuestas cualitativas de la encuesta de opinión de los consumidores pueden transformarse en estimaciones cuantitativas de las tasas de inflación percibida y esperada que pueden compararse directamente con el IAPC. Se han propuesto diversos enfoques para establecer esta correspondencia². A modo de ejemplo, en este recuadro se utiliza una metodología basada en el enfoque de distribución de la probabilidad³. Esta metodología está sujeta a algunas reservas. En particular, los indicadores cuantitativos pueden ser sensibles a los supuestos técnicos utilizados para establecer la correspondencia. Además, es inconcebible que el encuestado medio recopile y procese la misma cantidad de información que la que se incluye en el IAPC. Por otra parte, aunque se pide específicamente a los encuestados que valoren la evolución de los «precios de consumo», no se hace referencia explícita a ningún índice de precios concreto.

1 Para más información sobre los datos de las encuestas relativos a los precios de consumo de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Percepciones de los consumidores: ¿Todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?», en el Boletín Mensual de abril del 2005. Véase también el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

2 Para un análisis, véase D'Elia, E. (2005), «Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis», Working Paper n.º 56, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), septiembre.

3 Los detalles metodológicos de esta técnica se describen en Forsells M. y G. Kenny (2002), «The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area», Working Paper n.º 163, BCE.

Gráfico A Percepciones y expectativas cualitativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación

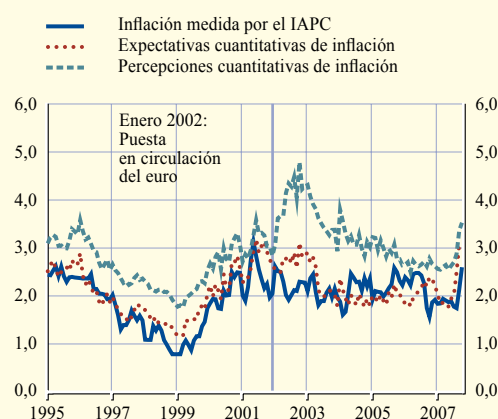
(saldo neto; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Gráfico B Inflación medida por el IAPC y percepciones y expectativas cuantitativas de los consumidores acerca de la inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La inflación medida por el IAPC de octubre del 2007 se refiere al avance de Eurostat.

Históricamente ha habido una relación estrecha y relativamente directa entre la evolución de las percepciones y la de las expectativas cuantitativas de la inflación derivadas de la encuesta de opinión y la evolución del IAPC de la zona del euro (véase gráfico B). No obstante, el período de introducción del euro, en el que las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores se apartaron del IAPC, constituyó una excepción. Si nos centramos en la evolución reciente, mientras que la inflación medida por el IAPC únicamente experimentó un pronunciado incremento en septiembre, las medidas de la inflación percibida y esperada han registrado un acusado aumento desde agosto. Según las medidas cuantitativas, en octubre del 2007, tanto la inflación percibida como la esperada se situaron en niveles por encima de la tasa observada de inflación medida por el IAPC. Sin embargo, estas comparaciones deben realizarse con gran cautela, dada su sensibilidad a los supuestos utilizados para cuantificar los datos cualitativos.

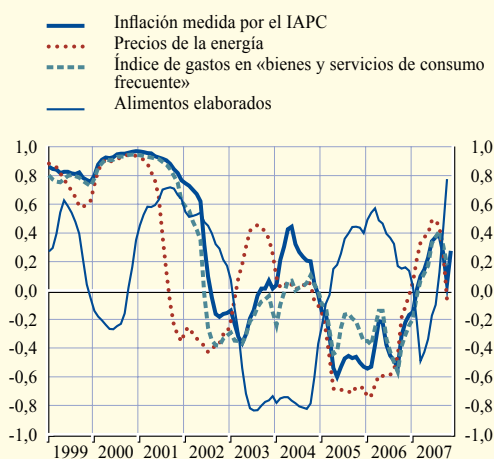
Posibles factores determinantes del aumento de las medidas de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores

Se ha alegado que es posible que los consumidores concedan más importancia a la evolución de los precios de los bienes y servicios que adquieren con más frecuencia. Según esta opinión, estos bienes y servicios causan mayor impacto sobre la percepción de los consumidores acerca de la inflación que lo que estaría justificado por la cantidad de dinero que realmente gastan en su adquisición. Una medida de este gasto es un índice de «bienes y servicios de consumo frecuente» que, según las ponderaciones actuales, representa aproximadamente el 40% del IAPC general de la zona del euro⁴. Sin embargo, recientemente, el gasto en «bienes y servicios de consumo frecuente» ha mostrado una

4 Aunque no se dispone de datos sobre la frecuencia de compra de los bienes y servicios incluidos en la cesta del IAPC o sobre los medios de pago utilizados, los expertos del BCE han elaborado una estimación, basada en elementos de juicio, de las variaciones de precios de los bienes y servicios de consumo frecuente, que comprenden los bienes de consumo no duradero y los servicios de consumo diario, como alimentos, bebidas, tabaco, bienes de consumo no duradero de los hogares, servicios de transporte, petróleo, servicios de correos, hoteles, restaurantes, cafés y peluquerías. Véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de la percepción de los consumidores acerca de la inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre del 2003.

Gráfico C Correlación entre la percepción cuantitativa de la inflación y la inflación observada

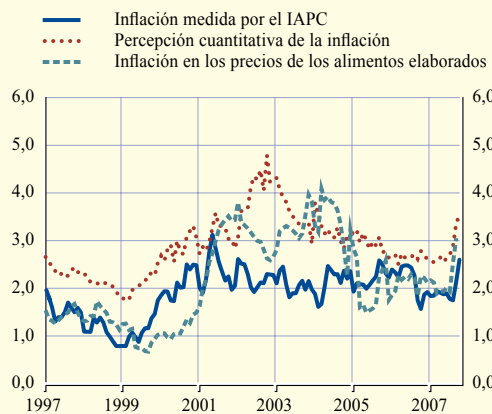
(coeficiente de correlación móvil en un periodo de 24 meses)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La inflación medida por el IAPC de octubre del 2007 se refiere al avance de Eurostat.

Gráfico D Comparación entre la percepción de la inflación, el IAPC y la inflación en los precios de los alimentos elaborados

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La inflación medida por el IAPC de octubre del 2007 se refiere al avance de Eurostat.

correlación con las percepciones y las expectativas de inflación de forma similar al IAPC general, lo que sugiere que este gasto ha sido de más utilidad que el IAPC general para explicar las percepciones de los consumidores (véase gráfico C). Esta conclusión también es aplicable a los precios de la energía.

La evolución de los precios de los alimentos y, más concretamente, de los precios de los alimentos elaborados, parece haber influido más directamente sobre las percepciones y las expectativas de inflación en el pasado reciente. En los últimos meses, los precios de los alimentos elaborados han experimentado un acusado incremento que rápidamente se ha plasmado en una percepción de los consumidores de aumento de la inflación (véase gráfico D)⁵. Históricamente, los precios de los alimentos también han presentado una correlación mucho más estrecha con las percepciones de inflación que el índice de «bienes y servicios de consumo frecuente» y el IAPC. El componente de alimentos elaborados solo representa aproximadamente el 12% de la cesta del IAPC, y las subidas de los precios de este componente no necesariamente se han traducido en una percepción de aumento de la inflación en el pasado. Sin embargo, el impacto sobre las percepciones podría haberse magnificado en la coyuntura actual por la amplia difusión de estas subidas de precios en los medios de comunicación de algunos países.

Implicaciones

El incremento de las medidas de las percepciones y las expectativas acerca de la inflación en lo que respecta a los precios de los alimentos puede afectar a la economía de la zona del euro a través de distintos canales. El aumento de la inflación de los precios de los alimentos ha sido mencionado

⁵ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos en los mercados internacionales y en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2007.

como uno de los motivos de la caída de la confianza de los consumidores en los últimos meses. Ciertamente, aunque los nuevos datos sobre empleo han continuado siendo favorables, la percepción de los consumidores acerca de su situación financiera y económica personal ha experimentado un leve deterioro en los últimos meses, lo que parece estar asociado a los incrementos recientes y esperados de los precios de los alimentos

Desde el punto de vista de un banco central es importante vigilar si el aumento de las percepciones acerca de la inflación podría influir de forma más prolongada sobre las expectativas de inflación. Las expectativas de inflación de los hogares derivadas de la encuesta de opinión de los consumidores pueden contrastarse con otra información obtenida de expertos en previsión económica. En general, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas se mantuvieron estables, en el 2%, según el Barómetro de la zona del euro de octubre, y en el 1,9%, según datos de octubre de Consensus Economics. En la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, retrocedieron hasta el 1,9% (véase recuadro 5). Estas tasas de inflación esperada son acordes, en general, con la definición de estabilidad de precios del BCE. Sin embargo, las tasas de inflación implícita derivadas de los bonos y *swaps* indicados con la inflación de la zona del euro han registrado un aumento desde principios de septiembre, lo que sugiere que las expectativas de inflación o las primas de riesgo de inflación se han incrementado en los mercados financieros. Por otra parte, la probabilidad señalada por los participantes en la EPE de que la inflación dentro de cinco años sea superior al 2% también aumentó ligeramente en la última EPE.

De cara al futuro, es probable que los precios de los alimentos, que han sido un destacado factor determinante de la percepción de los consumidores acerca de la inflación en los últimos meses, continúen subiendo en los próximos meses, como sugieren, por ejemplo, las intenciones de aumento de los precios de producción de alimentos, bebidas y tabaco en la última encuesta de opinión de la Comisión Europea. Sin embargo, en estos momentos, los precios de los mercados de futuros disponibles apuntan a cierta disminución de las presiones al alza sobre los precios internacionales de los alimentos en el 2008. No obstante, las acusadas subidas actuales de los precios de los alimentos pueden provocar un nuevo empeoramiento de la percepción de los consumidores acerca de la inflación en los próximos meses, y pueden constituir un riesgo al alza para la inflación. Por tanto, los responsables de la política monetaria necesitan realizar un estrecho seguimiento de todas las medidas disponibles de las expectativas de inflación del público. Es esencial evitar cualquier efecto de contagio del incremento actual de las tasas de inflación a las expectativas de inflación a largo plazo.

La subida de los precios de los alimentos está relacionada, en parte, con el pronunciado aumento de la demanda de productos agrícolas en todo el mundo. El Consejo de Gobierno del BCE considera que en el contexto de un acusado incremento de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, una mayor liberalización y la introducción de nuevas reformas en los mercados agrícolas de la UE contribuiría a mejorar su eficiencia, y beneficiaría a los consumidores europeos a través de unos precios más reducidos. Una conclusión satisfactoria de la ronda de negociaciones de Doha sobre comercio mundial también debería ayudar a mejorar el funcionamiento del comercio internacional en general, y el de los mercados agrícolas europeos y mundiales en particular.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

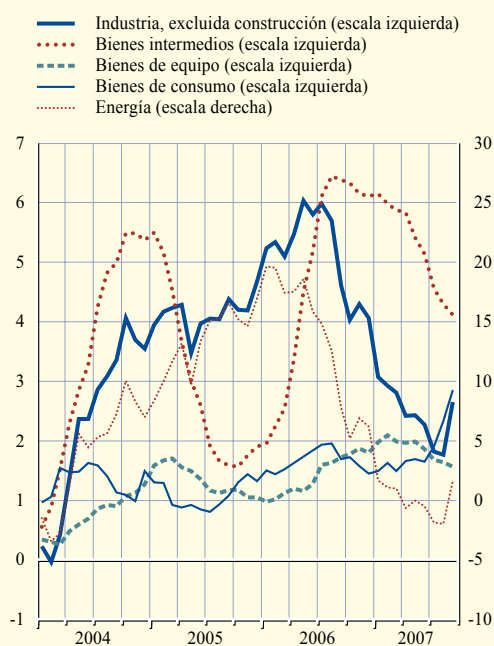
Tras descender gradualmente durante un extenso período, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó de forma significativa en septiembre, hasta el 2,7%, desde el 1,8% de agosto (véase gráfico 19). Este incremento fue debido, básicamente, a la marcada subida de los precios industriales de la energía, reflejo no sólo de un efecto de base, sino también del acusado aumento de la tasa intermensual, como consecuencia de las subidas de los precios del petróleo observadas desde finales de agosto. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales creció ligeramente en septiembre, hasta alcanzar el 3,1%, como resultado de movimientos de signo contrario de los distintos componentes. La evolución a corto plazo de los precios industriales de los bienes intermedios y de los bienes de equipo fue moderada, mientras que la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales de los bienes de consumo aumentó hasta el 2,9% en septiembre, como reflejo del pronunciado incremento de los precios industriales de los bienes alimenticios. Sin embargo, si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos, a lo largo del año la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se ha mantenido prácticamente estable, en torno al 1,3%, señal de moderación de las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos.

En conjunto, persisten elevadas presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción, especialmente sobre los precios industriales de los alimentos, lo que podría repercutir en los precios al por menor. Por otro lado, es probable que las recientes subidas de los precios del petróleo ejerzan presiones al alza sobre los precios industriales de la energía.

Al mismo tiempo, los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC a los directores de compras (véase gráfico 20) apuntan a una nueva reducción de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero y a un repunte de los precios de esos bienes en el sector servicios. En octubre del 2007, el indicador de costes no salariales de los bienes intermedios en el sector manufacturero volvió a descender, dado que la elevación de los precios del petróleo y de los productos petroquímicos fue contrarrestada por cierta reducción de los precios de las materias primas no energéticas, en particular de los metales. En opinión de los encuestados, la fuerte apreciación del euro contribuyó a compensar el efecto del aumento de los costes en dólares de los bienes intermedios. El índice de precios cobrados disminuyó ligeramente en octubre, probable señal de cierta limitación de la capacidad de fijación de precios de las empresas del sector manufacturero en relación con el mes anterior. Por el contrario, en el sector servicios el índice de precios de los bienes intermedios se elevó sensiblemente. Las principales fuentes de presiones sobre los costes indicadas por los encuestados fueron los altos precios del petróleo, que repercutieron en los costes del transporte y en la factura de la energía, las

Gráfico 19 Desagregación de los precios industriales

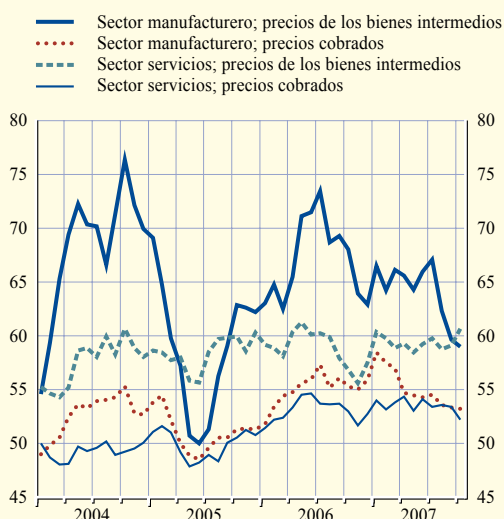
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

mayores presiones salariales y el alza de los costes de endeudamiento. El indicador de precios cobrados en el sector servicios volvió a bajar, como consecuencia, posiblemente, de la mayor competencia. Sin embargo, todos los indicadores de precios de la encuesta se mantienen en niveles relativamente altos en términos históricos.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Tras la publicación de los datos de remuneración por asalariado correspondientes al segundo trimestre del 2007, todos los principales indicadores de costes laborales de la zona del euro apuntan a una evolución todavía moderada en el primer semestre del 2007 en el conjunto de la zona del euro (véase cuadro 6).

En el segundo trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro descendió al 1,8%, desde la cifra revisada a la baja del 2,1% para el primer trimestre del año (véase gráfico 21). El descenso observado entre el primer y el segundo trimestre del 2007 fue consecuencia, en gran parte, de circunstancias espe-

cíficas de un determinado país (concretamente, un efecto de base derivado del ajuste salarial realizado el año pasado en el sector público italiano). Ello contrasta, en cierta medida, con las señales procedentes de otros indicadores de costes laborales, dado que las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados y de los costes laborales por hora de la zona del euro aumentaron en el segundo trimestre del 2007. Sin embargo, unos factores específicos de Alemania influyeron en ambas tasas, que se mantuvieron en niveles próximos a las medias registradas en el 2006. Todo ello, unido a algunos datos preliminares de salarios negociados para el tercer trimestre, sigue sugiriendo una evolución todavía moderada de los costes laborales en los últimos meses.

Sin embargo, pese al descenso de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en el segundo trimestre del 2007, la reducción simultánea del crecimiento de la productividad del trabajo supuso un incremento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, hasta el 1,1%.

Cuadro 6 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	2,7	2,6	2,8	2,6	2,4	2,3	2,5
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,4	2,4	1,8	2,1	1,8
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,7	1,4	1,2	1,3	1,7	1,4	0,8
Costes laborales unitarios	1,0	0,8	1,2	1,1	0,1	0,8	1,1

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

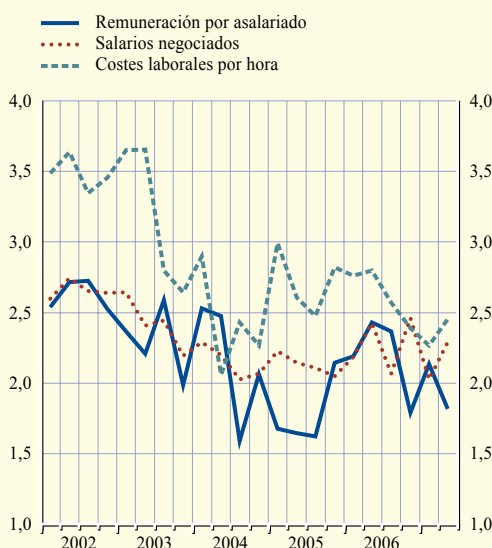
Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el sector servicios disminuyó de forma acusada entre el primer y el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 22). Aunque esta reducción fue debida, fundamentalmente, al efecto de las mencionadas circunstancias del sector público italiano, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los servicios de mercado experimentó también un ligero descenso. Por el contrario, los últimos datos de remuneración por asalariado en la industria muestran un aumento entre el primer y el segundo trimestre, aunque la tasa media de crecimiento para el primer semestre del 2007 se mantiene, por lo general, en línea con la evolución registrada en los últimos años.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo se espera que la inflación medida por el IAPC siga estando determinada, en gran medida, por la evolución de los componentes más volátiles. Es probable la inflación continúe siendo elevada en los próximos meses, como consecuencia de las subidas de los precios de los alimentos y del aumento sostenido de los precios de la energía. Cabe esperar que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles altos a comienzos del 2008, antes de volver a moderarse en el transcurso del año. Los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre

Gráfico 21 Indicadores de costes laborales

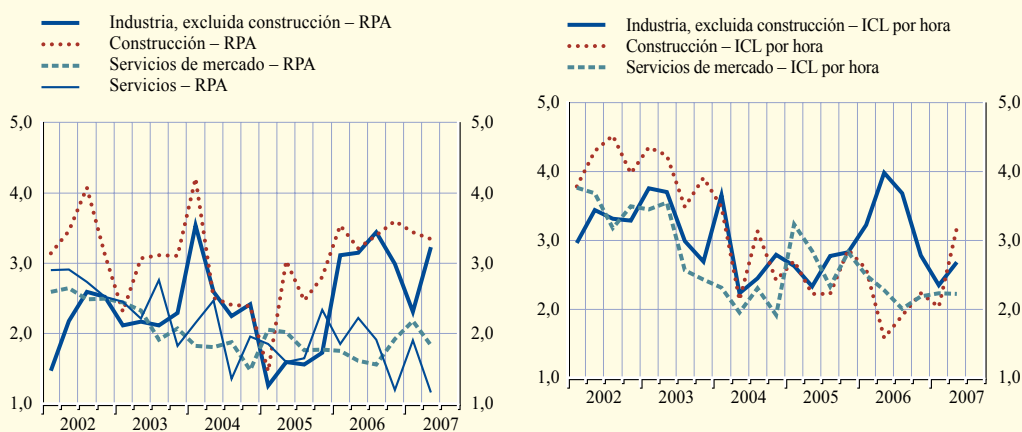
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 22 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

del 2007 revelan la ausencia de cambios en las previsiones de inflación para los años 2007-2009 y un anclaje relativamente firme de las expectativas de inflación a largo plazo (véase recuadro 5). Sin embargo, tal y como se señala en la sección 2.4, otros indicadores obtenidos de instrumentos de los mercados financieros apuntan a una ligera tendencia al alza de las expectativas de inflación a largo plazo.

De cara al futuro, los datos más recientes confirman indudablemente que las perspectivas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, relacionados con nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, dependiendo de la persistencia de las perturbaciones que afectan a estos últimos precios en los mercados internacionales. Existe también un riesgo relacionado con incrementos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Además, teniendo en cuenta la existencia de restricciones de la capacidad productiva, el crecimiento del PIB observado en los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, una dinámica salarial más intensa de lo esperado podría plantear un riesgo adicional para la inflación, especialmente si las empresas muestran una mayor capacidad de fijación de precios en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia.

Recuadro 5

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre del 2007 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 18 de octubre de 2007. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro. Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2007, 2008 y 2009

Los participantes en la EPE no revisaron sus expectativas de inflación, que se mantienen, en promedio, en el 2% para los años 2007, 2008 y 2009 (véase cuadro)¹. Las previsiones reflejan la expectativa de que, como consecuencia de los efectos de base desfavorables de la energía, la inflación seguirá siendo elevada en el cuarto trimestre del 2007 y a comienzos del 2008. En contraste con la encuesta anterior, los participantes esperan que las fuertes presiones sobre los precios, derivadas del encarecimiento del petróleo, de los alimentos y de las materias primas, se vean contrarrestadas por el debilitamiento de la actividad económica. Las expectativas de inflación de la EPE están en línea con las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2007 de los expertos del BCE y con las previsiones de octubre del 2007 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

Los encuestados consideran que estas expectativas de inflación están sujetas a riesgos alcistas, especialmente en relación con futuros repuntes inesperados de los precios del petróleo, aumentos de los precios de los alimentos y de las materias primas no energéticas, restricciones de la capacidad productiva y presiones salariales generadas por las tensiones en el mercado de trabajo. Al mismo tiempo, varios encuestados indican que una nueva apreciación del euro y un menor crecimiento de lo previsto del PIB mundial constituyen riesgos a la baja para las expectativas de inflación.

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

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a su predicción. Esta distribución facilita información sobre la probabilidad de que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. La distribución de probabilidad relativa a la inflación esperada en el 2007 y 2008 se ha desplazado hacia cifras más altas que en la EPE del tercer trimestre del 2007 (véase gráfico A). El grueso de las respuestas se concentra ahora en el intervalo 2%-2,4% para ambos años.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

En la última encuesta EPE, las expectativas de inflación a más largo plazo (a cinco años vista) se han revisado a la baja, desde el 1,95% al 1,93% (desde el 2% al 1,9%, si se redondea a un decimal). Estas expectativas se sitúan ligeramente por debajo de las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro para el 2011, pero están en línea con las estimaciones de Consensus Economics para un período de seis a diez años vista, publicadas en ambos casos en octubre del 2007. La desviación típica de las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE ha ido disminuyendo con el tiempo, lo que indica un mayor consenso entre los encuestados respecto a la tasa prevista de inflación a más largo plazo (véase gráfico B).

La probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se elevó al 48%, frente al 47% de la encuesta anterior (véase gráfico C). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

1) En porcentaje de la población activa.

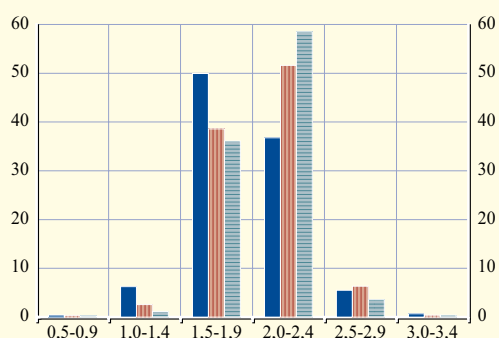
2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al 2012 en la EPE, al 2011 en el Barómetro de la Zona del Euro y al período 2013-2017 en Consensus Economics. Las previsiones de Consensus Economics para el período 2013-2017 y para el año 2009 se publicaron en la edición de octubre del 2007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

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2007 y 2008 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

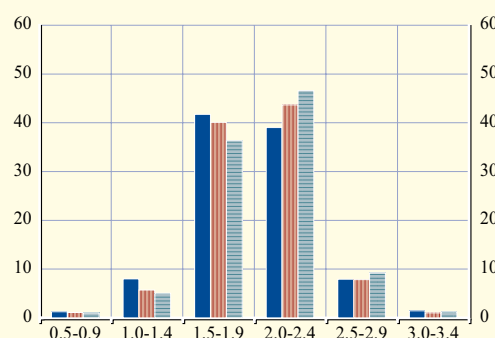
(probabilidad en porcentaje)

■ EPE II 2007
■ EPE III 2007
■ EPE IV 2007

a) 2007



b) 2008



Fuente: BCE.

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

bonos indicados con la inflación². El aumento de la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en un nivel igual o superior 2% está en línea con la evolución de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (véase gráfico C). No obstante, las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

Expectativas de crecimiento del PIB real

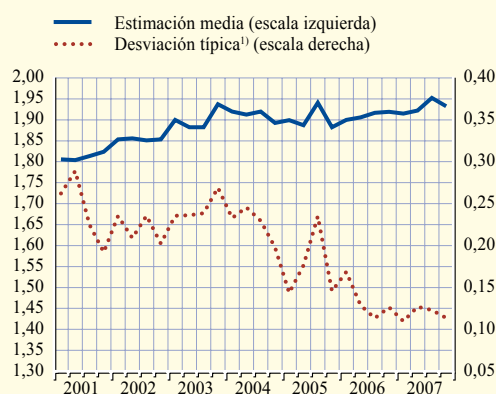
En relación con la encuesta precedente, los participantes en la EPE han revisado a la baja, en 0,1 puntos porcentuales para el 2007 y 0,2 puntos porcentuales para el 2008, sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora en el 2,6% para el 2007 y el 2,1% para el 2008. Estas revisiones a la baja reflejan, fundamentalmente, dos factores. En primer lugar, se espera que la inversión crezca menos de lo previsto, debido al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y a la elevación de los costes del capital originados por los recientes acontecimientos en los mercados de crédito. En segundo lugar, se espera que las exportaciones de la zona del euro se vean afectadas negativamente por la apreciación del euro y cierta moderación del crecimiento mundial como consecuencia de una menor expansión de lo previsto de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, varios encuestados señalan que la continua mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro es indicativa de la resistencia de la economía de la zona ante las turbulencias financieras. Las expectativas de crecimiento del PIB para el 2009 se mantienen sin cambios en el 2,2%.

Para todos los años, los encuestados consideran que existen riesgos bajistas, relacionados sobre todo con el aumento de los precios del petróleo, la apreciación del euro, la incertidumbre respecto a la evolución de los mercados financieros y la posibilidad de una desaceleración mayor de lo previsto de la economía estadounidense.

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

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

(tasas medias de variación interanual; puntos porcentuales)

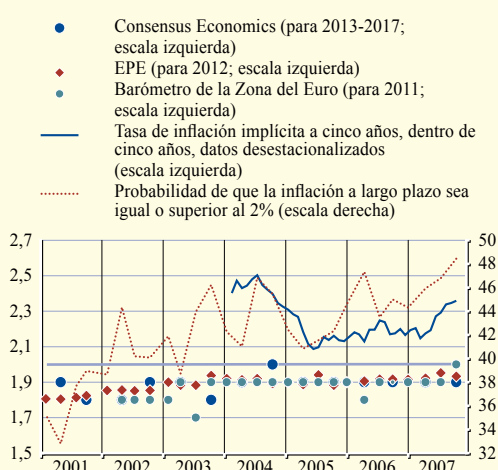


Fuente: BCE.

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

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

Las expectativas de crecimiento de la EPE para el 2007 y 2008 son similares a las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2007 de los expertos del BCE y se mantienen generalmente en línea con los últimos resultados del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics. Para el 2009, la EPE sitúa el crecimiento del PIB real ligeramente por encima de las previsiones de octubre del 2007 del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (por ejemplo, para el 2012) no se han revisado y se mantienen en el 2,2%. En opinión de los participantes, las perspectivas de crecimiento a más largo plazo dependen, principalmente, de las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de seguridad social, así como de los flujos migratorios.

Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para los años 2007, 2008 y 2009 no se han revisado y se mantienen en el 7%, el 6,7% y el 6,6%, respectivamente. Los encuestados esperan que prosiga la tendencia favorable observada en los mercados de trabajo y consideran que una nueva reducción de la tasa de desempleo dependerá del éxito de las reformas de esos mercados. Las expectativas de la EPE relativas a la tasa de desempleo están en línea con las últimas previsiones publicadas por Consensus Economics para el 2007 y 2008. Por otro lado, quedan ligeramente por encima de las últimas estimaciones del Barómetro de la Zona del Euro para el 2007 y se corresponden con las relativas a los años 2008 y 2009.

Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo no se han revisado y se mantienen en el 6,4% para el 2012. Se considera que existen riesgos alcistas para estas previsiones en todos los horizontes temporales. Los encuestados siguen indicando que el descenso de la tasa de paro en un horizonte temporal más dilatado depende, en gran medida, de que se realicen reformas adicionales y más profundas de los mercados de trabajo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los datos correspondientes al primer semestre del 2007 confirman que, como se esperaba el ritmo de la actividad económica en la zona del euro se ha normalizado. Las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real cayeron hasta el 0,5%, en promedio, desde el 0,7% del segundo semestre del 2006. Datos publicados recientemente sobre la evolución de la economía de la zona del euro apuntan a la persistencia de un crecimiento vigoroso, aunque se está moderando ligeramente. Mientras que los datos sobre producción industrial correspondientes a julio y agosto apuntaban a una mejora, la información disponible a principios del cuarto trimestre sugería la continuación de la desaceleración en la industria y en la construcción. No obstante, al mismo tiempo, el ritmo de expansión de los servicios siguió aumentando con fuerza. De cara al futuro, el principal escenario continúa apuntando a que el producto crecerá de manera acorde con el crecimiento potencial. No obstante, los riesgos asociados a este escenario son a la baja, y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de que la actual revisión de la valoración de los riesgos en los mercados financieros cause un impacto más amplio sobre la confianza y sobre las condiciones de financiación, con nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, y con las preocupaciones acerca de presiones proteccionistas y una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

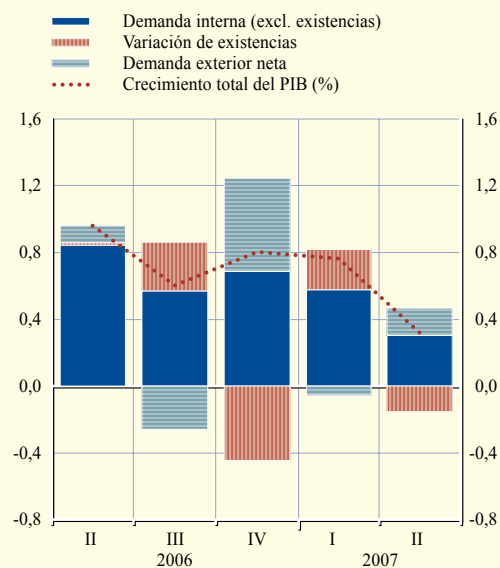
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de Eurostat de los datos de las cuentas nacionales confirmó que el PIB real de la zona del euro creció el 0,3% en el segundo trimestre del 2007, mientras que el crecimiento del primer trimestre se revisó al alza, hasta el 0,8% (véase gráfico 23). La desagregación del crecimiento del PIB en sus componentes de demanda interna (excluidas existencias) no registró variaciones en el segundo trimestre. Tanto las exportaciones como las importaciones se revisaron ligeramente a la baja, si bien la contribución positiva de la demanda exterior neta no

se vio afectada. La contribución de las existencias también se revisó ligeramente a la baja.

Gráfico 23 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La segunda estimación de los datos de las cuentas nacionales de la zona del euro proporcionó información sobre la desagregación de la formación bruta de capital fijo correspondiente al segundo trimestre del 2007, y confirmó que la caída de la inversión total registrada en la primavera tuvo su origen, principalmente, en la evolución de la construcción, que resultó favorablemente influida por unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas en los primeros meses del 2007 que permitieron finalizar el trabajo antes de lo previsto. La inversión excluida la construcción, que representa aproximadamente la mitad de la inversión total, creció un 1,4% en el segundo trimestre, tras un ascenso del 1% en el primer trimestre.

Si se tiene en cuenta la volatilidad en términos intertrimestrales, la información más reciente disponible sobre las cuentas nacionales confirma que el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue acorde con el producto potencial en el primer semestre del 2007. El crecimiento de la inversión continuó siendo vigoroso, aunque se desaceleró, mientras que el del consumo privado aumentó moderadamente.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Las variaciones registradas en la composición por sectores del crecimiento del valor añadido en el primer semestre del 2007 fueron consecuencia de los ajustes en la contribución de los componentes de demanda al crecimiento del PIB. En ese período, el crecimiento del valor añadido en la industria fue vigoroso, aunque se desaceleró, mientras que el de los servicios continuó siendo robusto.

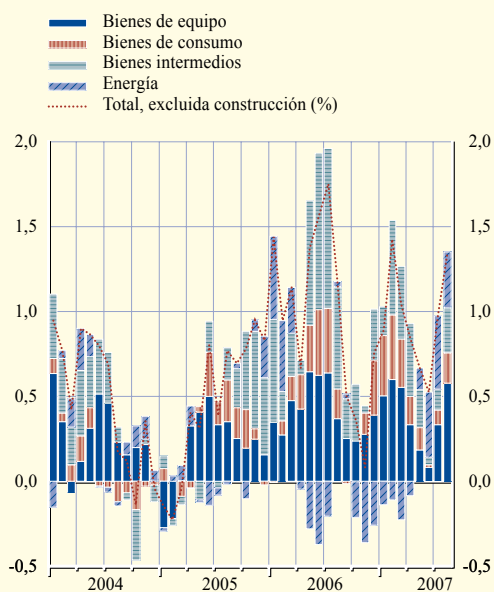
En agosto del 2007, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 1,3%, en términos de medias móviles de tres meses, debido a la fuerte expansión observada en todas las ramas principales de actividad (véase gráfico 24). El nivel medio de producción industrial (excluida la construcción) en los dos primeros meses del tercer trimestre superó en un 1,7% el nivel del segundo trimestre en su conjunto, en comparación con un crecimiento intertrimestral del 0,5% en el segundo trimestre. En términos intertrimestrales, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un ascenso del 2,1% en agosto, en comparación con el 2,3% del mes precedente. En la construcción, que representa alrededor del 20% del valor añadido de la industria, la producción de agosto aumentó un 0,2%, en términos de medias móviles de tres meses, recuperándose ligeramente de la caída del 0,3% registrada en el segundo trimestre. En general, la información más reciente disponible sugiere que es probable que el crecimiento de la industria haya continuado siendo vigoroso en el tercer trimestre, contribuyendo de manera significativa al crecimiento del PIB.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas de opinión disponibles hasta octubre sugieren que, a principios del cuarto trimestre del 2007, el crecimiento de la industria siguió moderándose, mientras que el de los servicios continuó aumentando.

Gráfico 24 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

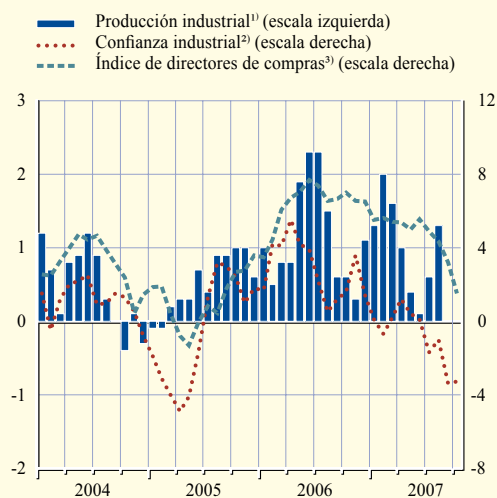


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses centradas, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 25 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.

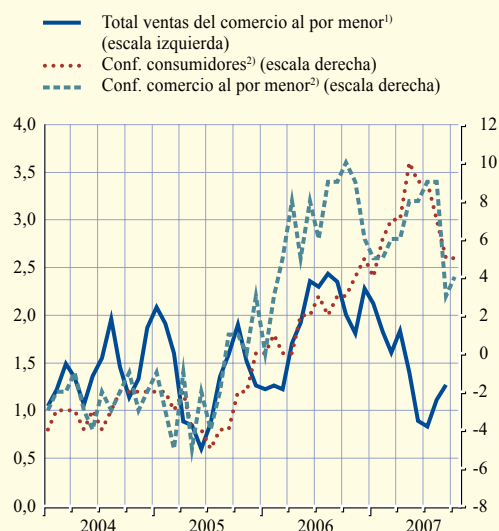
1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

Gráfico 26 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

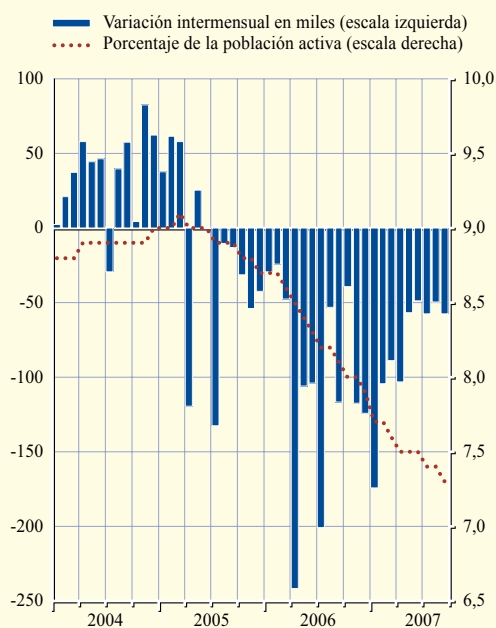
(datos mensuales)



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.

Gráfico 27 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Tanto el índice de directores de compras para las manufacturas como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea experimentaron un descenso en octubre. Los datos de encuestas relativos los servicios fueron más positivos en octubre, ya que el índice de directores de compras para este sector se recuperó ligeramente y el indicador de confianza de la Comisión se mantuvo estable.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores más recientes del gasto de los hogares sugieren que el crecimiento del consumo privado contribuyó positivamente al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre del 2007.

Según la estimación más reciente de Eurostat, las ventas del comercio al por menor de la zona del euro aumentaron un 0,3%, en tasa intermensual, en septiembre (véase gráfico 26). En el tercer trimestre, las ventas de este sector registraron un alza del 0,7%, en comparación con el 0,2% registrado en el segundo trimestre. Además, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro se incrementaron un 1% en el tercer trimestre. En general, se espera que las ventas del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles hayan supuesto una contribución positiva y superior a su media histórica al crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre. Por otra parte, la confianza del comercio al por menor mejoró ligeramente en octubre, mientras que la de los consumidores permaneció invariable, en un nivel por encima de su media histórica. Si la evolución del mercado de trabajo sigue siendo favorable, las condiciones seguirán propiciando el crecimiento del consumo privado en el futuro.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los datos más recientes confirman las tendencias positivas observadas en el mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años.

DESEMPLEO

La tasa de paro normalizada de la zona del euro cayó hasta el 7,3% en septiembre, con respecto a una tasa revisada del 7,4% en agosto (véase gráfico 27). Como consecuencia de una modificación de la fuente utilizada para elaborar las estadísticas de desempleo de Alemania, la tasa de paro de la zona del euro se ha modificado al alza en 0,5 puntos porcentuales (véase el recuadro 6, titulado «Revisiones recientes de las estadísticas de desempleo de la zona del euro»). No obstante, esta revisión no ha conducido a ninguna variación significativa de la tendencia a la baja de la tasa de desempleo observada previamente. Ciertamente, la tasa de paro de septiembre sigue siendo la más baja registrada desde principios de la década de los ochenta. Esta tasa ha disminuido considerablemente, 0,7 puntos porcentuales, en los doce últimos meses, aunque el ritmo de descenso se ha ralentizado gradualmente desde principios del 2007. En el tercer trimestre, el número de parados en la zona del euro se redujo en una media mensual de unas 55.000 personas, en comparación con unas 125.000 personas en el primer trimestre.

Recuadro 6

REVISIONES RECIENTES DE LAS ESTADÍSTICAS DE DESEMPLEO DE LA ZONA DEL EURO

El desempleo es uno de los indicadores más importantes y puntuales de la evolución del mercado de trabajo. Con el fin de disponer de una medida comparable del desempleo en los distintos países, Eurostat ha desarrollado unas series armonizadas con datos mensuales sobre desempleo para todos los países de la UE, así como para la zona del euro y para el conjunto de la UE, iniciando las series a principios de la década de los noventa. En este recuadro se presenta una breve descripción de las series armonizadas sobre desempleo e información sobre una revisión de las estadísticas correspondientes a la zona del euro, como consecuencia del cambio que ha supuesto la introducción de la Encuesta de Fuerza de Trabajo (EFT) para calcular las cifras de paro en Alemania. Este cambio, que es el resultado de los trabajos realizados en el ámbito de la UE para elaborar estadísticas armonizadas, ha supuesto una significativa revisión al alza del número de parados en Alemania. No obstante, este aumento responde a un efecto puramente estadístico y no modifica sustancialmente la positiva evolución económica subyacente de los mercados de trabajo de la zona del euro observada en los últimos años.

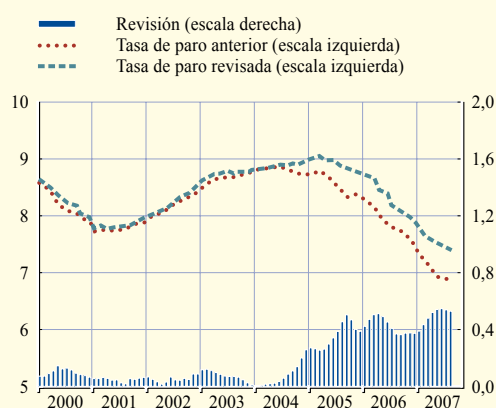
Medición del desempleo

Los datos nacionales sobre desempleo más ampliamente disponibles son las cifras de paro registrado que proporcionan fuentes administrativas y que generalmente se elaboran mensualmente. Estos datos suelen incluir a todos los demandantes de empleo que pueden acogerse a las prestaciones por desempleo con arreglo a la legislación nacional. Sin embargo, los requisitos para inscribirse como desempleado y el acceso a estas prestaciones pueden variar entre países, lo que dificulta la utilización de estos datos en comparaciones internacionales y la elaboración de agregados de la zona del euro. Además, las constantes modificaciones de estos criterios pueden influir en el análisis de la evolución económica subyacente del mercado de trabajo.

La Encuesta de Fuerza de Trabajo de la UE se utiliza para compilar estadísticas de los mercados de trabajo comparables internacionalmente, mediante una extensa encuesta realizada a hogares de

Evolución de la tasa de paro en la zona del euro antes y después de la revisión de los datos

(en porcentaje de la población activa; puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

todos los Estados miembros de la UE utilizando definiciones armonizadas de la situación laboral de los encuestados. Pueden producirse considerables diferencias entre los datos armonizados y los datos sobre el paro registrado, en términos tanto de niveles como de tasas de desempleo, y estas diferencias pueden variar entre países. La condición de desempleo de los participantes en la EFT se determina con arreglo a la definición de desempleo de la UE, que se basa en las normas de la Organización Internacional de Trabajo (OIT), que establece son desempleadas las personas con edades comprendidas entre los 15 y los 74 años que no hayan trabajado durante la semana de referencia, que hayan buscado activamente trabajo durante las cuatro semanas anteriores y estén dispuestas a empezar a trabajar inmediatamente o en un plazo de dos semanas. Actualmente, todos los Estados miembros de la UE proporcionan con periodicidad trimestral los resultados de la EFT que se obtienen de encuestas continuas. Para obtener los resultados mensuales sobre desempleo, Eurostat interpola y extrapola los datos trimestrales de la EFT utilizando datos de encuestas nacionales y series nacionales mensuales sobre el paro registrado¹.

Nueva fuente de estadísticas armonizadas de desempleo en Alemania

Alemania introdujo la EFT continua en el 2005. No obstante, fue necesario continuar con los trabajos metodológicos para poder obtener cifras mensuales sobre desempleo fiables de esta encuesta. Mientras se realizaban estos trabajos se inició una encuesta telefónica para proporcionar datos sobre desempleo ajustados a las normas de la OIT. Los resultados de la encuesta telefónica se utilizaron para elaborar datos mensuales armonizados sobre desempleo en Alemania hasta abril del 2007 (momento en que dejó de realizarse).

La fuente de los datos utilizados para obtener la tasa de paro de Alemania a partir de septiembre es la nueva EFT continua. Ahora, los datos mensuales son acordes con el nivel de desempleo registrado en la EFT, mientras que las variaciones mensuales ajustadas de estacionalidad se obtienen de los datos de paro registrado hasta que la EFT pueda proporcionar series temporales suficientemente largas. Esto ha provocado una significativa revisión al alza de las cifras con respecto a los datos resultantes de la encuesta telefónica, que ha aproximado las cifras a las relativas al paro registrado. Ciertamente, la nueva serie registra unos 800.000 parados más desde el 2005, y la tasa de paro de Alemania se ha revisado al alza entre 1 y 2 puntos porcentuales. En agosto del 2007 se situó en el 8,3%, y en septiembre en el 8,1%. En comparación, la tasa de paro registrado en Alemania era del 8,8% a finales de septiembre.

¹ Las series mensuales sobre desempleo se calculan para cuatro categorías de personas en cada Estado miembro (hombres y mujeres con edades comprendidas entre los 15 y los 24 años, y hombres y mujeres con edades comprendidas entre los 25 y los 74 años). A continuación, estas series se ajustan de estacionalidad y se calculan todos los agregados nacionales y europeos.

Resulta difícil determinar los motivos concretos de las diferencias entre los resultados sobre desempleo obtenidos de la EFT continua y los de la encuesta telefónica en Alemania. En ambas encuestas se utilizan definiciones idénticas, aunque hay algunas diferencias fundamentales en el diseño de la muestra y en las técnicas de las encuestas. El instituto de estadística alemán está investigando las causas de estas diferencias².

Impacto sobre los datos armonizados de desempleo de la zona del euro

Como consecuencia de la revisión de las cifras de Alemania, también han cambiado las de la zona del euro (véase el gráfico). Según la serie revisada, el impacto sobre la tasa de paro de la ralentización de la actividad económica que tuvo lugar entre los años 2001 y 2003 fue más prolongado de lo inicialmente previsto. Ciertamente, la tendencia al alza de esta tasa continuó hasta principios del 2005 y alcanzó un nivel máximo en marzo, aproximadamente un año más tarde de lo estimado anteriormente. En consecuencia, la tasa de paro aumentó ligeramente, en su conjunto, en el 2005, en comparación con el 2004, en lugar de descender. A finales del 2005 era aproximadamente 0,4 puntos porcentuales superior a la cifra registrada anteriormente, y en diciembre se situó en el 8,7%. Por último, una caída ligeramente más moderada durante la actual fase de expansión económica ha conducido a una revisión al alza de la tasa de paro de agosto de 0,5 puntos porcentuales, hasta el 7,4%, mientras que la tasa de septiembre fue del 7,3%.

En general, la imagen continúa apuntando a una persistente mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro en la actual fase de expansión. En particular, se estima que la tasa de paro revisada está todavía en el nivel más bajo registrado desde principios de la década de los ochenta. Esta valoración positiva también queda confirmada por las tasas de empleo y de actividad, que han aumentado considerablemente en la pasada década, hasta alcanzar niveles en torno al 65% y el 70% de la población en edad de trabajar en el 2006. En líneas generales, la revisión al alza de la tasa de desempleo ofrece una imagen más consistente del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años. El crecimiento económico y la creación de empleo, respaldados por una evolución moderada de los salarios, causaron un efecto positivo sobre la tasa de paro. Sin embargo, el incremento de la tasa de actividad, relacionado en cierta medida con las reformas de los mercados de trabajo, aplazó y redujo este efecto.

2 El instituto de estadística de Francia también está evaluando la calidad y la precisión de los datos de la EFT, especialmente como resultado de las divergencias observadas en la evolución del paro registrado y del paro calculado en la EFT. En consecuencia, está previsto revisar los datos de la EFT de Francia, incluidas las cifras sobre desempleo, a finales de noviembre del 2007.

EMPLEO

Según la última estimación de Eurostat, el empleo registró un fuerte crecimiento en la zona del euro en el segundo trimestre del 2007, hasta situarse en una tasa intertrimestral del 0,5% (véase cuadro 7). Además, la información que se ha facilitado desde la publicación de la estimación anterior apunta a una evolución del mercado de trabajo aún más dinámica de lo previsto en el primer trimestre del 2007, y el crecimiento del empleo ha sido revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0,6%. Según el detalle por sectores disponible, esta revisión al alza se debe, principalmente, a una evolución mejor de lo esperado en la industria, en particular en la construcción.

La positiva evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado a principios del cuarto trimestre del 2007, según datos de encuestas de opinión disponibles hasta octubre. Según el índice de directores de compras de la encuesta de NTC Economics, el crecimiento del empleo continuó siendo dinámico en la industria y en los servicios en octubre. Las expectativas de empleo de la encuesta de la Comisión Europea arrojan unos resultados similares.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El sostenido crecimiento económico real observado en la zona del euro en el primer semestre del 2007 ha continuado en el tercer trimestre. Aunque la volatilidad de los mercados financieros parece haber contribuido a la caída de los indicadores de confianza de los consumidores y de las empresas de la zona del euro observada en los últimos meses, estos indicadores permanecen, en general, en niveles superiores a sus medias históricas, y siguen apuntando a un crecimiento sostenido. En líneas generales, los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos, como se refleja, en particular, en el hecho de que se hayan mantenido los beneficios y la rentabilidad de las empresas, en el vigoroso crecimiento del empleo y en el descenso del desempleo hasta niveles no registrados en los últimos 25 años.

Las proyecciones disponibles para el 2008 siguen confirmando el escenario principal de crecimiento del PIB real a una tasa próxima a su potencial. Este escenario se basa en las expectativas de que la actividad económica mundial se mantenga resistente, y de que la desaceleración del crecimiento económico en Estados Unidos se vea compensado, en parte, por la sostenida fortaleza de las economías emergentes. La persistencia de una demanda exterior fuerte debería respaldar las exportaciones y la inversión de la zona del euro. El crecimiento del consumo en la zona del euro también debería contribuir al crecimiento económico, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, ya que el crecimiento continuado del empleo crea las condiciones propicias para ello. Sin embargo, a la vista del posible impacto de una volatilidad prolongada en los mercados financieros y de la revisión de la valoración de los riesgos sobre la economía real, el nivel de incertidumbre al que están sujetas estas perspectivas favorables para la actividad económica sigue siendo elevado.

En general, se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento son a la baja, y están relacionados, principalmente, con un impacto potencialmente mayor del reajuste de la valoración de los riesgos en los mercados financieros sobre la confianza y las condiciones de financiación, con presiones proteccionistas, y con una posible evolución desordenada de los desequilibrios mundiales.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se apreció en términos efectivos nominales en los tres meses transcurridos hasta octubre del 2007, como consecuencia de la apreciación experimentada frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Aunque la moneda única se mantuvo bastante estable en agosto, la apreciación más acusada se produjo en septiembre; después experimentó una ligera moderación en octubre para fortalecerse de nuevo a principios de noviembre.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 7 de noviembre de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 3,2% por encima del nivel observado a finales de julio y alrededor de un 7% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28). La apreciación del euro en este período fue más bien generalizada y sólo se atenuó, en parte, con la depreciación que experimentó la moneda única frente a las monedas de algunos Estados miembros de la UE. Tras mantenerse, en general, estable en agosto, el euro se apreció de forma acusada en septiembre. El ritmo de apreciación se moderó en octubre, antes de acelerarse de nuevo a principios de noviembre.

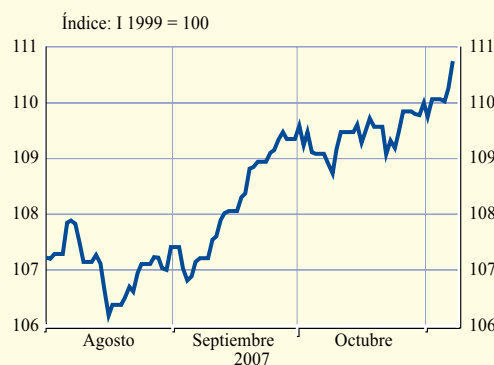
Desde una perspectiva de más largo plazo, en octubre del 2007, el tipo de cambio efectivo real del euro deflactado por el IPC —calculado frente al mismo grupo de socios comerciales— cotizaba casi un 9% por encima de la media a largo plazo (calculada desde enero de 1993).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

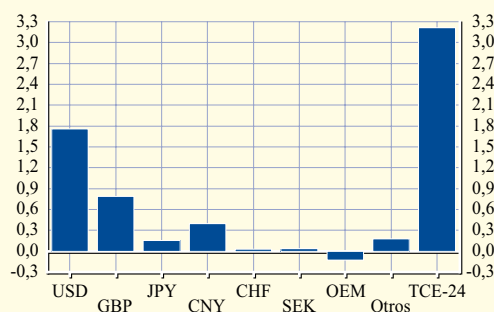
Tras depreciarse frente al dólar entre julio y mediados de agosto, el euro experimentó una apreciación más bien acusada a partir de entonces. La depreciación inicial parece haber tenido relación con el aumento de la aversión al riesgo a nivel mundial, como consecuencia de las turbulencias que afectaron a los mercados de crédito en agosto, y con la incertidumbre creada en torno al grado de exposición de diversas regiones económicas al riesgo del mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos. Sin embargo, posteriormente, la reevaluación de las perspectivas de la economía estadounidense por los participantes en los mercados, unida a la publicación de una serie de datos más desfavorables de lo previsto —en particular sobre el mercado de la vivienda y el mercado laboral de Estados Unidos— contribuyó a reforzar el euro. El 7 de noviembre de 2007, el euro cotizaba a 1,47 dólares estadounidenses, un 7,4% por encima del nivel observado a finales de julio y más de un 17% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 29).

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

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de julio al 7 de noviembre de 2007
(en puntos porcentuales)



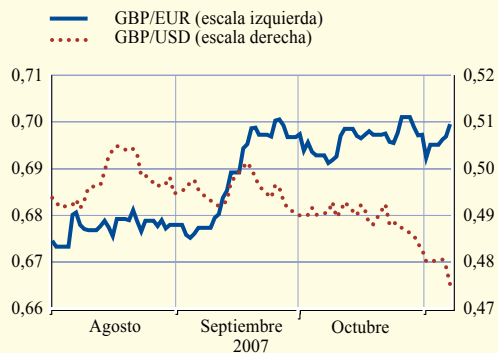
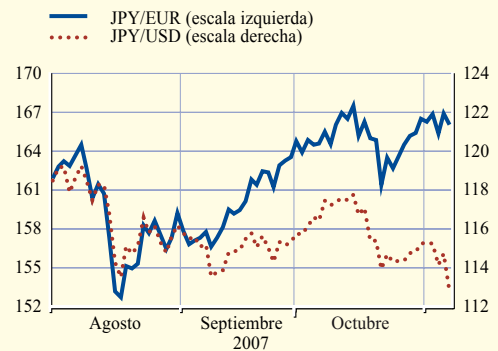
Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-24 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-24 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

Gráfico 29 Evolución de los tipos de cambio

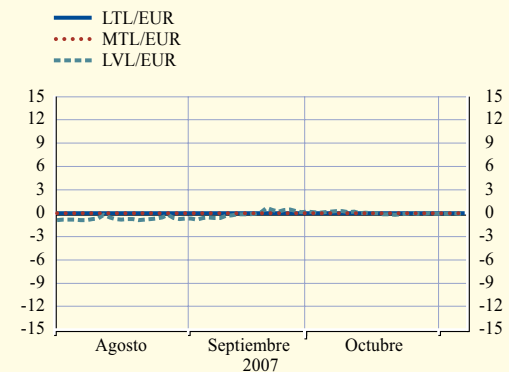
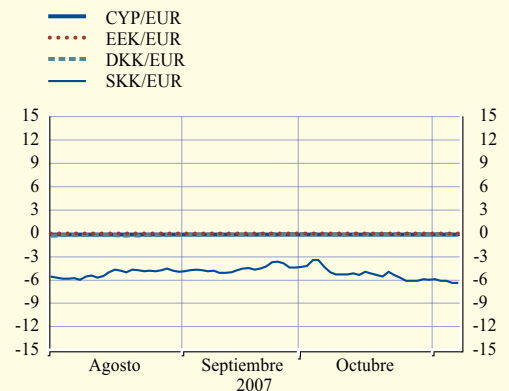
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

YEN JAPONÉS/EURO

Tras un período de estabilidad en julio, el euro se depreció en forma acusada frente al yen japonés en la primera quincena de agosto. La moneda japonesa estaba experimentando una apreciación generalizada en ese momento, principalmente, como consecuencia de las turbulencias registradas en los mercados financieros mundiales, que, al parecer, dieron lugar a una reducción de las posiciones abiertas de *carry trade* que afectó a la moneda japonesa en un contexto de mayor aversión al riesgo y de reevaluación del riesgo por los inversores mundiales. A medida que, posteriormente, las tensiones en los mercados financieros tendieron a ceder, el euro repuntó frente al yen. Pese al ligero y transitorio fortalecimiento de la moneda japonesa en la primera quincena de octubre, el euro cotizaba, el 7 de noviembre de 2007, a 166,07 yenes, es decir, un 1,5% por encima del nivel de finales de julio y un 13,7% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 29).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de julio del 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 30). La corona eslovaca, que ha estado cotizando en la zona fuerte de su nueva paridad central desde su revalorización en marzo del 2007, experimentó de nuevo una ligera apreciación, especialmente en octubre. El 7 de noviembre de 2007, la desviación con respecto a la paridad central en el MTC II era de casi el 6,5%. El lats letón se depreció alrededor de un 1% frente al euro desde finales de julio, y el 7 de noviembre, cotizaba prácticamente a la paridad correspondiente al tipo central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se apreció un 3,8% frente a la libra esterlina entre finales de julio y el 7 de noviembre de 2007. En el mismo período, el euro se apreció un 7,6% frente al leu rumano y se depreció alrededor de un 4% tanto frente a la corona checa como frente al zloty polaco.

OTRAS MONEDAS

En los tres últimos meses el euro se ha mantenido en general estable aunque con cierta volatilidad frente al franco suizo, y se ha depreciado en torno a un 8,2% frente al dólar canadiense, un 2,5% frente a la corona noruega y un 1,6% frente al dólar australiano. La moneda única también se ha fortalecido significativamente frente a algunas de las monedas de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro.

5.2 BALANZA DE PAGOS

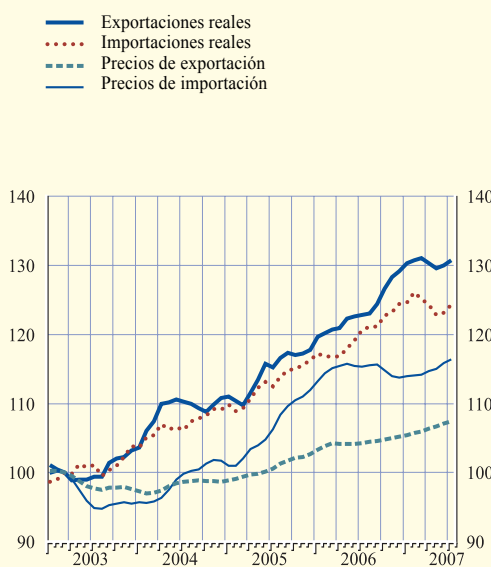
La balanza por cuenta corriente de la zona del euro, acumulada de doce meses, registró un superávit de alrededor del 0,3% del PIB en agosto del 2007, frente al déficit del 0,5% del PIB contabilizado un año antes; este cambio de signo se debió, en gran parte, al continuo incremento del superávit de la balanza de bienes desde julio del 2006. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera siguió registrando grandes entradas netas en el período de doce meses transcurrido hasta agosto del 2007, a diferencia de las salidas netas contabilizadas un año antes.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En agosto del 2007, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios crecieron un 2,9% y un 2,7%, respectivamente (en términos de medias móviles de tres meses desestacionalizadas), frente a las tasas de crecimiento del 1,3% y del -0,4% registradas en el período de tres meses transcurrido hasta mayo. El crecimiento, tanto de las exportaciones como de las importaciones refleja, en gran medida, la evolución del comercio de bienes, que se ha visto contrarrestada, en parte, por un comportamiento moderado de los servicios (véase cuadro 8).

Gráfico 31 Desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las observaciones más recientes corresponden a julio del 2007.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2007		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Jul	2007 Ago	2006 Nov	2007 Feb	2007 May	2007 Ago	2006 Ago	2007 Ago
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	3,8	3,8	-0,5	1,8	1,7	4,8	-18,6	23,4
Bienes	5,7	7,0	5,2	3,6	6,0	6,7	9,3	64,6
Exportaciones	126,5	129,6	121,2	122,3	123,0	127,6	1.328,2	1.482,5
Importaciones	120,7	122,5	116,0	118,8	117,0	120,9	1.318,8	1.417,9
Servicios	3,3	3,8	2,3	3,6	4,0	3,8	36,5	41,1
Exportaciones	38,0	39,5	35,9	37,4	38,9	39,0	420,9	453,6
Importaciones	34,7	35,7	33,6	33,8	34,9	35,2	384,4	412,5
Rentas	0,7	-0,3	-0,4	0,0	-1,7	0,1	12,2	-5,7
Transferencias corrientes	-5,9	-6,7	-7,7	-5,5	-6,6	-5,8	-76,6	-76,5
Cuenta financiera¹⁾	47,1	52,8	11,1	1,6	0,9	26,8	124,3	121,1
Total inversiones directas y de cartera netas	30,3	4,8	26,4	14,3	11,3	22,7	-25,0	224,2
Inversiones directas netas	0,1	-8,5	-16,9	-17,9	-9,7	-15,3	-108,0	-179,3
Inversiones de cartera netas	30,2	13,3	43,3	32,1	21,0	38,0	82,9	403,4
Acciones y participaciones	47,7	-20,3	15,5	26,4	9,2	34,1	95,5	255,7
Valores distintos de acciones	-17,5	33,6	27,8	5,7	11,8	3,9	-12,6	147,7
Bonos y obligaciones	-20,7	11,0	24,4	18,3	9,4	-0,8	19,6	154,0
Instrumentos del mercado monetario	3,2	22,7	3,3	-12,6	2,4	4,8	-32,2	-6,3
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,0	2,8	4,4	1,7	1,3	2,9	12,1	10,7
Importaciones	0,6	1,8	1,5	2,0	-0,4	2,7	16,2	7,5
Bienes								
Exportaciones	-0,2	2,5	5,3	0,9	0,5	3,7	12,9	11,6
Importaciones	1,2	1,5	1,1	2,4	-1,5	3,3	18,7	7,5
Servicios								
Exportaciones	-3,7	3,9	1,3	4,3	3,9	0,2	9,9	7,7
Importaciones	-1,7	3,0	2,9	0,7	3,4	0,8	8,6	7,3

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.

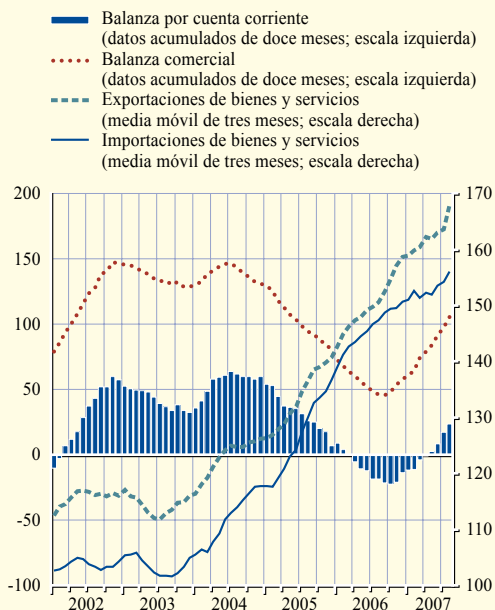
La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta julio del 2007, indica que la aceleración de la tasa de crecimiento de las exportaciones tiene su origen, principalmente, en el aumento de los precios de exportación, lo que refleja asimismo el hecho de que el aumento de los precios de los consumos intermedios importados se ha trasladado, en parte, a los precios de exportación de la zona del euro. Las exportaciones en términos reales se han mantenido bastante estables en los tres meses transcurridos hasta julio del 2007 (véase gráfico 31).

Por lo que respecta a las importaciones, la desagregación por volúmenes y precios del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro sugiere que los precios de importación siguieron aumentando en el período de tres meses transcurrido hasta julio, como consecuencia no sólo de los fuertes incrementos de los precios mundiales de las materias primas y del petróleo, sino también de la evolución de los precios de importación del sector manufacturero. Al mismo tiempo, las importaciones en términos reales muestran algunas señales de repunte, que parecen tener relación, principalmente, con la recuperación de la producción industrial en la zona del euro observada en julio.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta agosto del 2007 registró un superávit de 23,4 mm de euros (alrededor del 0,3% del PIB de la zona

Gráfico 32 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

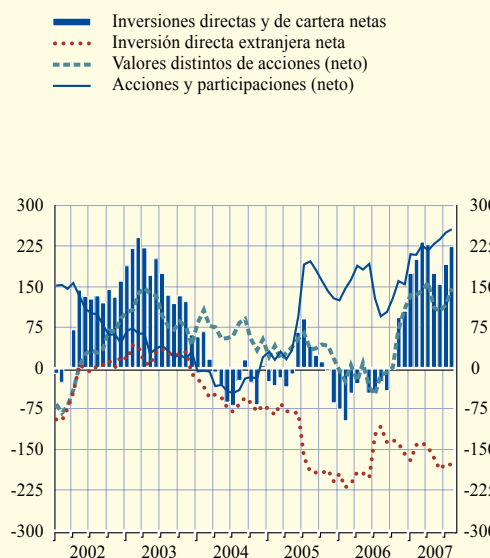
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 33 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

del euro), frente al déficit de 18,6 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 32). Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en la evolución del superávit de la balanza de bienes que —en cifras acumuladas de doce meses— aumentó 55,3 mm de euros en comparación con el año anterior. Por el contrario, la balanza de servicios aumentó de forma más moderada, mientras que la balanza de rentas registró un pequeño déficit (5,7 mm de euros) en comparación con el superávit (12,2 mm de euros) contabilizado el año anterior. La balanza de transferencias corrientes, con un déficit de 76,5 mm de euros, prácticamente no experimentó variación.

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta agosto del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas medias mensuales netas por importe de 22,7 mm de euros, frente a las entradas netas de 11,3 mm de euros contabilizadas en promedio en el período que finalizó en mayo (cuadro 8). El aumento de la cifra agregada es atribuible, en su mayor parte, a un incremento de las entradas netas de inversión de cartera en forma de acciones y participaciones.

En los datos de la cuenta financiera de la zona del euro, correspondientes a agosto del 2007, ya han influido la turbulencia que afectó a los mercados crédito y la consiguiente reevaluación del riesgo por parte de los inversores mundiales. Concretamente, sólo en el mes de agosto, las IFM de la zona del euro redujeron la inversión exterior en instrumentos del mercado monetario, préstamos y depósitos a corto plazo; al mismo tiempo que aumentaron las inversiones extranjeras en la zona del euro en este tipo de instrumentos (véase cuadro 8). El mercado bursátil se caracterizó por las desinversiones realizadas tanto por los inversores de la zona del euro en el exterior como por los inversores extranjeros en la zona, posiblemente como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo que siguió a las turbulencias financieras.

Desde una perspectiva de más largo plazo, las entradas netas acumuladas en forma de inversiones directas y de cartera ascendieron a 224,2 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta agosto del 2007, frente a las salidas netas de 25 mm de euros contabilizadas un año antes. El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (403,4 mm de euros) en comparación con un año antes sólo se contrarrestó, en parte, con un incremento de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 33).

La evolución de los flujos acumulados de inversiones de cartera en los últimos doce meses ha seguido estando determinada, principalmente, por el aumento de los flujos netos de instrumentos de renta fija y acciones y participaciones. El incremento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por no residentes representó casi la totalidad de las entradas netas de instrumentos de renta fija. Por el contrario, el aumento de las entradas netas acumuladas de acciones y participaciones fue atribuible, principalmente, a un descenso de las compras netas de valores de renta variable extranjeros realizadas por residentes en la zona del euro.

CAMBIOS ESTRUCTURALES Y CONCENTRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES: IMPLICACIONES PARA LA EFICIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO Y PARA LA POLÍTICA MONETARIA



En este artículo se analizan la tendencia hacia la concentración de las bolsas de valores y sus implicaciones para la política monetaria y para la eficiencia del sistema financiero. A lo largo del año pasado, se ha observado una oleada de concentraciones en las actividades de negociación, habiéndose producido varias fusiones entre bolsas de valores. Aunque distintos factores están impulsando esta tendencia, existen todavía barreras que impiden una mayor concentración. El actual proceso de concentración de las bolsas, inspirado tanto por los mercados como por los responsables de la política monetaria, ha tenido como principal objetivo lograr una mayor eficiencia y productividad. En la zona del euro, la concentración de las bolsas puede potenciar la eficiencia del sistema financiero, incrementando la liquidez a disposición de los inversores y ofreciendo mayores posibilidades de financiación a las empresas de la zona. Al mismo tiempo, será fundamental encontrar el equilibrio entre la concentración y la competencia. El cambio estructural del mercado de valores presenta un elevado interés para un banco central, dado que un mercado de capitales integrado y desarrollado fomenta el crecimiento económico y crea un marco favorable para la política monetaria. En particular, es importante que todos los inversores y ahorradores tengan las mismas posibilidades de acceso a un sistema financiero eficiente dentro de una determinada área monetaria. Una mayor eficiencia propiciará una transmisión eficaz de la política monetaria y favorecerá la distribución del riesgo entre inversores y emisores, dentro y fuera de la zona del euro, al facilitar la diversificación entre regiones, sectores y monedas.

I INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores son una parte vital del sistema financiero, ya que la mejora de la distribución del riesgo entre los agentes económicos estimula el crecimiento económico. Estos mercados desempeñan la función de canalizar los recursos desde los ahorradores al sector empresarial. Cuanta más negociación se lleve a cabo en los mercados de valores, más fácil será para las empresas cotizadas obtener la financiación que necesitan para desarrollarse. A su vez, cuanto más eficiente sea la cadena de operaciones de contratación de valores, mayor será la liquidez disponible en los mercados de renta variable. En general, un aumento de la escala, del volumen de negociación y de la eficiencia de los mercados de valores genera mayores oportunidades de inversión.

En sus comienzos, la mayoría de las bolsas de valores realizaban operaciones con un número limitado de activos financieros nacionales. Con el tiempo, se llevaron a cabo modificaciones estructurales, como la introducción de una tecnología más sofisticada y cambios en la propiedad, que fomentaron la competencia entre las bolsas. Ello permitió aprovechar las economías de escala y de alcance, impulsando un proceso de concentración. En la zona del euro, tras el inicio de la Unión Monetaria, esta evolución se enmarcó en un proceso

general de integración financiera de los distintos países, encaminado a incrementar la eficiencia del sistema financiero, la liquidez del mercado y las posibilidades de financiación para las empresas.

Desde la perspectiva de las autoridades económicas, es importante subrayar que la política monetaria y los mercados de valores están relacionados de varias maneras. Un mercado de valores eficiente promueve la distribución del riesgo entre inversores y emisores, en la medida en que los agentes económicos tienen mayores posibilidades de invertir su capital en el espacio, en el tiempo y en función del riesgo. Al mismo tiempo, un mercado de valores desarrollado y eficiente crea, en general, un marco favorable para facilitar la transmisión de la política monetaria.

En este contexto, el artículo tiene por objeto analizar la actual tendencia hacia la concentración de las bolsas y sus posibles implicaciones para la política monetaria. Poco después de la introducción de la moneda única y ante los avances en la integración de los mercados financieros de la UE, varios analistas ya habían previsto la presente oleada de concentraciones de las actividades de negociación. Inicialmente, este proceso tuvo lugar a escala nacional, con la concentración de las infraestructuras nacionales de negociación, y a escala europea, primero con la creación de Euronext y, en

cierta medida, con la ampliación de OMX (la plataforma nórdica-báltica). El año pasado, se produjo una segunda oleada de concentraciones entre entidades radicadas fuera de la zona del euro: dos concentraciones importantes, que ya se han llevado a cabo (NYSE Euronext y London Stock Exchange (LSE) con Borsa Italiana), y la fusión prevista entre NASDAQ y OMX. Aunque esta última fusión tendrá escasas repercusiones en la zona del euro, es un ejemplo interesante de concentración entre distintas zonas geográficas. En el artículo se señalan los factores impulsores de esta tendencia y algunas de las barreras que impiden una mayor concentración.

El artículo está estructurado de la manera siguiente. En la segunda sección se analizan la evolución y la estructura de las bolsas de valores, y la tendencia hacia la concentración de los mercados de valores. En la tercera sección se examinan las causas de la actual tendencia hacia la concentración, así como los factores que facilitan y los que dificultan este proceso. En la cuarta sección se describen las relaciones entre los mercados de renta variable y la política monetaria, y se considera cómo cambios en la estructura de estos mercados pueden afectar a la ejecución de la política monetaria. En la quinta sección se presentan las conclusiones.

2 EL MERCADO DE RENTA VARIABLE DE LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA

La historia de los mercados de valores se remonta al siglo XII, época en la que se cree que los primeros corredores empezaron a negociar en Francia con títulos de deuda pública y privada. A lo largo del siglo XVII existieron en toda Europa mercados de valores no oficiales: los corredores se reunían dentro o en las puertas de los cafés para realizar sus operaciones. La Bolsa de Amsterdam, creada en 1602, se constituyó para negociar acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales. Fue la primera bolsa de valores oficial. A comienzos del siglo XVIII, se establecieron bolsas de valores en Francia e Inglaterra y, al final del siglo, también en Estados Unidos. Casi todos los países desarrollados tienen o han tenido en algún momento un mercado nacional en el que las em-

presas pueden obtener capital. En muchos países, existieron también bolsas de valores regionales, hasta que se fusionaron con otras.

En la zona del euro, la concentración de las bolsas se ha producido sobre todo a escala nacional, en muchos casos a través de fusiones entre bolsas regionales y entre mercados de acciones al contado y de derivados. Deutsche Börse fue creada en 1992, como resultado de la fusión de ocho bolsas regionales de Alemania. En 1999, existían todavía en Alemania ocho bolsas regionales. En el año 2005, tras varias fusiones, este número se redujo a cinco¹. En Italia, la concentración se llevó a cabo en 1995, año en el que, al implantarse la negociación electrónica, se decidió cerrar todas las bolsas regionales, que eran organismos públicos, y todas las actividades se concentraron en Milán. En 1997, la bolsa fue privatizada y se creó una empresa cotizada, Borsa Italiana. En España, las cuatro bolsas regionales (Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia) han estado cooperando desde 1999 en el marco de Bolsas y Mercados Españoles (BME)². En el 2002, las bolsas de valores y de derivados de Atenas se fusionaron para formar la Bolsa de Atenas, gestionada por Hellenic Exchange Holdings³. En los doce países de la zona del euro existían 22 bolsas de valores y de derivados en el 2005, frente a 30 en el año 1999⁴.

Últimamente, ha comenzado a observarse un proceso de concentración transfronterizo, del que cabe destacar la evolución de Euronext (véase recuadro 1), las fusiones en el mercado nórdico-báltico (véase recuadro 2) y la fusión entre LSE y Borsa Italiana.

1 Además de la Bolsa de Fráncfort, Berliner Börse (incluida Breme), Börse Düsseldorf, Börsen Hamburg-Hannover (BÖAG), Bayerische Börse y Börse Stuttgart.

2 BME es una empresa que agrupa a los mercados de valores y los sistemas financieros de España. El grupo matriz está integrado por cuatro bolsas de valores, MF Mercados Financieros, Iberclear y BME Consulting.

3 En abril del 2007, el Gobierno búlgaro anunció que deseaba vender su participación del 44% en la Bolsa de Valores de Bulgaria. Varias bolsas de la UE se han mostrado interesadas en adquirir una participación.

4 Véanse H. Schmiedel y A. Schönenberger, 2005, «Integration of securities market infrastructures in the euro area», ECB Occasional paper n.º 33, y también «Integration, regulation, and policy of securities market infrastructures in the euro area», 2006, en *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 14, n.º 4.

Recuadro I

EL CASO DE NYSE EURONEXT

En 1999, coincidiendo con el comienzo de la tercera fase de la UEM, ocho bolsas de valores europeas empezaron a considerar la posibilidad de potenciar la integración del mercado europeo de renta variable, que ofrecería una interfaz única a sus clientes y proporcionaría acceso a las diversas bolsas nacionales. Estas negociaciones fracasaron y, en su lugar, las Bolsas de Amsterdam, Bruselas y París decidieron poner en marcha un proyecto de integración separado. Como resultado de su fusión, en septiembre del 2000 se creó una nueva sociedad, Euronext.

La creación de Euronext fue seguida de la adquisición de LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange), el mercado de derivados con sede en Londres, y de la fusión con la Bolsa portuguesa, BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto), en el 2002.

Euronext es un mercado de valores transfronterizo. Desde noviembre del 2003, los usuarios de las Bolsas de París, Bruselas, Amsterdam y Lisboa operan en una plataforma de negociación única. Se decidió utilizar el sistema NSC de la Bolsa de París como plataforma para los tres mercados al contado (NSC es un sistema electrónico de negociación en el que las órdenes se ejecutan con transparencia en función de la prioridad precio/tiempo asignada a la operación). Posteriormente, las tarifas aplicadas a las operaciones al contado se armonizaron en los distintos mercados. A principios del 2005, Euronext emprendió una reforma de sus condiciones de admisión, con contribuciones de profesionales del sector financiero, con el objeto, en particular, de aumentar la liquidez y la visibilidad de las pequeñas y medianas empresas en sus mercados. Estas reformas culminaron en la creación de una lista única, Eurolist, que reúne a todos los mercados regulados. Las empresas pueden acceder a Eurolist desde cualquiera de las cuatro bolsas, en función del mercado nacional y del régimen jurídico que hayan elegido. Las cuatro bolsas que integran Euronext realizan sus actividades de compensación en la misma entidad de contrapartida central (LCH. Clearnet SA), mientras que Euroclear Group se encarga de la liquidación de las operaciones¹.

La fusión ha permitido a las bolsas integrar sus estrategias y utilizar las mismas plataformas, reduciendo sustancialmente los costes tecnológicos, y se considera que las mejoras de eficiencia resultantes de la integración de las bolsas que forman Euronext han sido positivas². Se ha observado, por ejemplo, un aumento de los volúmenes de negociación y un estrechamiento de los diferenciales entre precios de compra y venta. También ha disminuido la volatilidad de los valores de alta capitalización. Sin embargo, estos efectos positivos parecen concentrarse principalmente en las empresas de mayor tamaño con actividades a escala transfronteriza³. Los costes tecnológicos y de personal también se redujeron entre el 2001 y el 2004.

Como última fase en la evolución de Euronext cabe mencionar la decisión adoptada recientemente por sus accionistas de aceptar, tras recibir varias ofertas competitivas, la oferta de NYSE y crear NYSE Euronext, la sociedad holding que integra NYSE Group, Inc. y Euronext N.V., y que inició oficialmente sus actividades el 4 de abril de 2007. Con esta fusión, NYSE Euronext ha integrado seis mercados de acciones al contado de cinco países y seis mercados de derivados. NYSE Group, Inc., empresa participada totalmente por NYSE Euronext, gestiona dos bolsas de valores: New York Stock

1 Véase «Payment and securities settlement systems in the European Union», (2007), Blue Book, cuarta edición, BCE.

2 Véase Pagano, M., y J. Padilla, (2005), «Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext natural experiment», documento elaborado para Euronext.

3 Véase Nielsson, U., (2007), «Stock exchange merger and liquidity», Reykjavik University, ganador del premio Josph de la Vega 2007.

Exchange LLC («NYSE») y NYSE Arca, Inc. (anteriormente denominada Pacific Exchange). Al mismo tiempo, Euronext N.V. es una filial de NYSE Euronext.

Actualmente, las bolsas de ambos continentes están operando como dos entidades independientes, sin que haya una plataforma común de negociación o una interconexión entre Euronext y NYSE. Las empresas no pueden ser admitidas automáticamente en un procedimiento común de admisión, ya que la fusión se ha realizado entre regiones con regímenes jurídicos y reguladores diferentes. Por tanto, si las empresas deciden cotizar en los dos mercados, todavía deben realizar los trámites de admisión a cotización por separado. Una empresa que haya solicitado ser admitida a cotización debe recibir primero la autorización de la autoridad reguladora nacional competente. Por ejemplo, una empresa francesa que salga a bolsa y que quiera cotizar en Euronext Paris y en NYSE ha de ser autorizada por la AMF (Autorité des Marchés Financiers) de Francia, en primer lugar, y por la SEC (Securities and Exchange Commission) de Estados Unidos.

No obstante, según NYSE Euronext, está previsto ofrecer productos y servicios transfronterizos, admisión a negociación en varias monedas y husos horarios⁴, así como una plataforma común de negociación que estará operativa antes de finales del 2008 y que permitirá a los participantes negociar toda la cartera de valores de NYSE Euronext, beneficiándose de importantes sinergias tecnológicas derivadas de la fusión. También parece haber margen para evitar la duplicidad de miembros y clientes comunes en los mercados de derivados. Esto podría llevarse a cabo mediante la introducción de una infraestructura común de negociación y la adopción de un procedimiento común de admisión. No obstante, el impacto de esos cambios sobre el marco regulador actual y, en particular, la posibilidad de que se produzcan «economías de regulación» han de ser considerados con cautela.

4 En este contexto cabe mencionar la reciente propuesta de la SEC (Securities and Exchanges Commission) estadounidense de aceptar estados financieros de emisores privados extranjeros elaborados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera, sin necesidad de tener que conciliar las cifras con los principios contables generalmente aceptados en Estados Unidos, como se exige en la actualidad.

Estas fusiones son parte de un proceso más amplio, en el que participan también bolsas de fuera de la UE, siendo el último ejemplo NYSE Euronext, que refleja la creciente globalización de los mercados de capitales.

La concentración puede producirse horizontalmente, con fusiones entre bolsas que proporcionan servicios similares. Esto supone normalmen-

te pasar de un sistema con diferentes plataformas de negociación a un sistema de plataforma única (como en el caso de Euronext o de OMX) o a una plataforma interconectada. En otros casos, la concentración puede llevar simplemente a la constitución de un holding que posee plataformas de negociación separadas, al menos inicialmente (lo que ocurre actualmente con NYSE Euronext).

Recuadro 2

LA EVOLUCIÓN DE LA BOLSA DE LOS PAÍSES NÓRDICOS Y BÁLTICOS – OMX

La negociación de valores de renta variable en los países nórdicos y bálticos ha sido objeto de una creciente integración en los últimos años, tras la integración financiera general de esta zona, pero también se ha visto estimulada por varias fusiones de las bolsas. Las fusiones con el grupo OMX como actor principal han sido algunas de las operaciones más importantes de este tipo realizadas en la Unión Europea (UE), ya que, actualmente, este grupo engloba a siete países y varias monedas y centrales depositarias de valores (CDV).

En el 2003, el grupo OMX (propietario de la Bolsa de Estocolmo) adquirió HEX Plc., propietario de la Bolsa y de la CDV de Finlandia que, a su vez, integraba las Bolsas de Tallin y Riga. El año siguiente, OMX adquirió una participación mayoritaria en la Bolsa de Vilna. En el 2005, la Bolsa de Copenhague se fusionó con OMX mediante una operación de adquisición y, un año después, OMX adquirió Icelandic EV, propietario de la Bolsa y de las centrales depositarias de valores de Islandia. En consecuencia, actualmente, OMX es propietario de la totalidad o de gran parte de las bolsas de siete países. Es una sociedad cotizada cuyas acciones se negocian en cuatro bolsas de los países nórdicos.

La concentración de la propiedad de las bolsas en el grupo OMX fue seguida del establecimiento de la Alianza NOREX, una alianza estratégica entre las bolsas del grupo OMX y la Bolsa de Oslo. Esta alianza ha propiciado una armonización de largo alcance de la normativa sobre negociación de valores de renta variable en las ocho bolsas de los países nórdicos y bálticos, que se ha plasmado en la introducción de normas uniformes de admisión en las distintas bolsas¹. Esto significa que se han armonizado las normas de contratación y las condiciones de admisión, así como la formación y autorización de intermediarios. En los cuatro mercados de valores que forman la Alianza, la negociación se realiza en un sistema común, SAXESS. Como resultado de la Alianza NOREX, un miembro de una bolsa puede convertirse en miembro de las demás sin tener que realizar los trámites oficiales de admisión, que llevan mucho tiempo.

Además, en octubre del 2006, OMX introdujo un sistema común de admisión con acciones que cotizan en las Bolsas de Estocolmo, Helsinki y Copenhague, y en la primavera del 2007 se incorporaron las acciones de la Bolsa de Islandia. Los participantes en el mercado al contado, los bancos y las sociedades y agencias de valores, por ejemplo, pueden negociar valores de renta variable, derechos de suscripción de acciones, bonos convertibles, opciones, bonos cupón cero, valores de renta fija privada, fondos cotizados (ETF) y *warrants*. Los productos pueden variar en función de cada mercado nacional, pero sólo es necesario ser miembro de una bolsa para participar. Las acciones que cotizan en el mercado nórdico se negocian en la moneda local de la bolsa en la que la empresa está admitida. La mayor parte de las sociedades y agencias de valores disponen también de un servicio de cambio de moneda para operaciones en divisas.

El mercado báltico, que incluye las Bolsas de Tallin, Riga y Vilna, también tiene un sistema común de admisión, un sistema común de negociación y normas de mercado armonizadas. A efectos jurídicos, las empresas todavía cotizan en su mercado de origen, y están supervisadas por la autoridad de supervisión financiera nacional. Las tres bolsas tienen el mismo horario de contratación e idéntica estructura. En la Bolsa de Tallin se utiliza el euro como moneda de negociación, mientras que en Riga y Vilna se siguen empleando las respectivas monedas nacionales.

En general, el objetivo de la creación de un mercado de valores integrado es simplificar la contratación a los miembros de las bolsas, aumentar la liquidez y facilitar la negociación de acciones de los países nórdicos y bálticos. Esta integración significa que los miembros de las bolsas y los inversores tienen acceso a las acciones de estos países en las mismas condiciones, lo que favorece la negociación, ya que facilita las operaciones transfronterizas y la comercialización internacional de los mercados de valores nórdicos y bálticos.

Por lo que se refiere a los emisores, se han armonizado la mayor parte de las condiciones de admisión a negociación de las Bolsas de Helsinki, Estocolmo y Copenhague. No obstante, debido a la existen-

¹ Existen algunas excepciones. Por ejemplo, actualmente, la adopción de las normas aplicables a los miembros de NOREX corre a cargo de las bolsas de los países nórdicos. Las Bolsas de Riga, Tallin y Vilna han adoptado normas separadas con un contenido muy similar a las de los miembros de NOREX.

cia de requisitos especiales establecidos en la legislación nacional u otras diferencias en el marco regulador en una jurisdicción especial, es posible que todavía subsistan discrepancias entre las condiciones de admisión de las cuatro bolsas. Son entidades jurídicas individuales en jurisdicciones diferentes y, por tanto, cada bolsa tiene su propia regulación.

Hoy en día, en términos de capitalización bursátil, la mayor bolsa de la zona del euro es, con mucho, Euronext, seguida de LSE, Deutsche Börse, BME, OMX y Borsa Italiana⁵ (véase cuadro 1). La capitalización bursátil de Euronext es comparable a la de NASDAQ, mientras que la de NYSE es muy superior. En términos de ratio de capitalización bursátil de las acciones nacionales sobre el PIB, la situación cambia ligeramente. En la zona del euro, la Bolsa de Luxemburgo tiene la mayor capitalización bursátil en relación con el PIB, seguida de BME y de Euronext (véase gráfico 1). Las bolsas de la UE, concretamente LSE y OMX, son también importantes en términos de capitalización bursátil en relación con el PIB. Entre las principales bolsas de la zona del euro, la ratio de Deutsche Börse y Borsa Italiana es relativamente baja. La agrupación y ordenación de las bolsas de valores se analizan también

en términos de volumen negociado. En este sentido, Euronext y Deutsche Börse son los mercados más importantes, seguidos de BME, Borsa Italiana y OMX (véase cuadro 1). En general, estas medidas apuntan a un mercado bastante concentrado. En junio del 2007, las cuatro principales bolsas de la UE representaban el 83% del importe total de la contratación. Si se consideran las cinco bolsas más importantes, esta cifra se eleva al 91%⁶.

El número de empresas cotizadas en las principales bolsas de la zona del euro ha evolucionado de manera diferente en el tiempo y en los distintos

5 En esta sección, LSE y Borsa Italiana se consideran como unidades separadas.

6 Según la Federación de Bolsas de Valores Europeas (Federation of European Stock Exchanges - FESE). En total se incluyen dieciocho bolsas de valores.

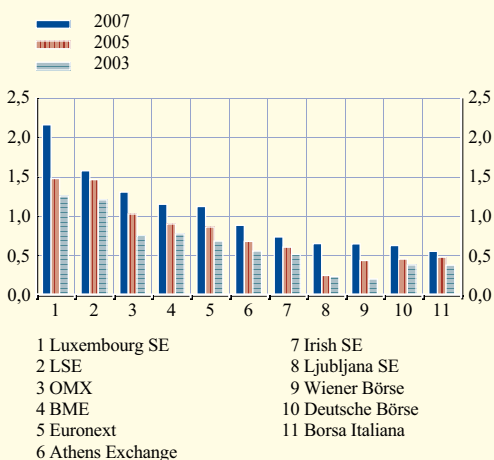
Cuadro 1 Capitalización bursátil y volumen de negociación

(mm de euros)		
Bolsa de valores	Capitalización bursátil	Volumen de negociación
Euronext	3.139.342	2.020.444
LSE	2.988.761	4.163.429
Deutsche Börse	1.448.281	1.592.055
BME	1.125.103	1.115.484
OMX	954.922	683.190
Borsa Italiana	814.235	896.774
Athens Exchange	172.266	55.954
Wiener Börse	165.875	47.949
Irish SE	129.094	50.840
Luxembourg SE	71.718	94
Ljubljana SE	17.622	1.380

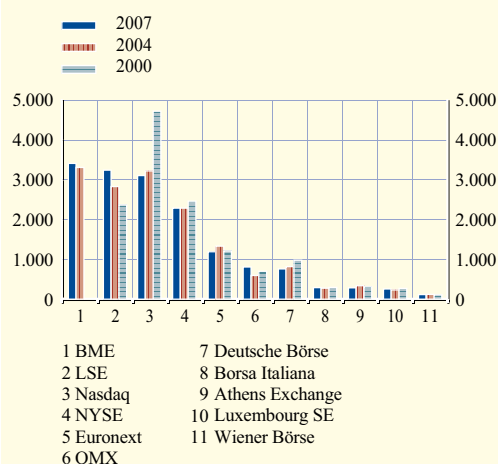
Fuente: Federación Europea de Bolsas de Valores.
Nota: Los datos de capitalización bursátil se refieren a junio del 2007. El volumen de negociación se refiere al importe de la contratación de valores en el primer semestre del 2007.

Gráfico 1 Capitalización bursátil

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Federación Europea de Bolsas de Valores, Eurostat, SedlaBanki, Statistics Iceland.
Nota: Para calcular la ratio del 2007 se ha utilizado el PIB del 2006. Los datos de capitalización bursátil se refieren a junio del 2007.

Gráfico 2 Número de empresas cotizadas
en determinadas bolsas de valores

Fuentes: Federación Mundial de Bolsas de Valores, Federación de Bolsas de Valores Europeas y BME.

mercados nacionales (véase gráfico 2). En total, el número de empresas cotizadas aumentó desde 3.900 a finales del año 1998 a 4.900 a finales del 2000, lo que corresponde a un crecimiento medio anual del 12,3%⁷. Asimismo, pese a que el número de empresas cotizadas en Deutsche Börse y Euronext ha disminuido en los últimos años, la tendencia a largo plazo parece apuntar a un aumento, aunque a un ritmo más lento. El número de empresas cotizadas en bolsas de la zona del euro pasó de alrededor de 6.300 en el 2002 a cerca de 6.500 en el 2007, lo que supone un crecimiento medio anual del 1%.

Además del primer mercado, algunas bolsas presentan segmentos de contratación alternativos para la admisión a negociación de PYMES y empresas de fuerte crecimiento. En la zona del euro estos segmentos están conectados con Borsa Italiana (Mercato Expandi), Deutsche Börse (Entry Standard), Euronext (Alternext) y están relacionados con la Bolsa de Irlanda, la Bolsa de Atenas y la Wiener Börse, respectivamente. En la UE, LSE tiene el mercado alternativo más importante para PYMES y empresas de elevado crecimiento, conocido como AIM. Una característica común de estos mercados alternativos es que las empresas más pequeñas pue-

Cuadro 2 Comisiones de aseguramiento y costes de negociación

Bolsa de valores	Comisión de aseguramiento en OPV (%)	Comisión de admisión (% del importe)	Costes totales de negociación (pb)
LSE (main market)	3,3	0,02	25,2
AIM (UK)	3,5	0,00	n.d
NYSE	6,5	0,02	23,5
NASDAQ	7,0	0,02	30,8
Euronext	1,8	0,04	27,0
Deutsche Börse	3,0	0,00	27,1

Fuente: Oxera (2006).

Nota: Las comisiones de aseguramiento son un porcentaje del importe total de la emisión. Las comisiones de admisión se refieren a una capitalización bursátil de 500 millones de libras esterlinas.

den captar fondos con requisitos menos estrictos que en las bolsas tradicionales. Así pues, la estructura de la bolsa de valores influye en los costes de las empresas.

A continuación se realiza una estimación de los distintos componentes de los costes que están relacionados con la negociación. Se trata de los costes de colocación (por ejemplo, a través de una Oferta Pública de Venta) y de los costes de negociación. Estos costes son importantes, debido a que abren una brecha entre el rendimiento neto exigido por los inversores y el coste del capital para los emisores. Los costes de colocación incluyen los costes directos, como las comisiones de aseguramiento y de admisión inicial, y el descuento sobre los precios de las acciones en la Oferta Pública de Venta (OPV). Los costes de negociación son los costes directos de transacción, que comprenden las comisiones de intermediación, las comisiones de admisión anual y los costes de gobierno corporativo. También incluyen los costes indirectos de negociación, reflejados en los diferenciales entre precios de compra y venta y los volúmenes negociados. Los estudios internacionales han mostrado que el

7 Véase «The euro equity markets», BCE, agosto del 2001.

coste de admisión a cotización y de captación de fondos y los costes de negociación difieren, en cierta medida, entre zonas geográficas⁸. En efecto, si se comparan las grandes bolsas de valores europeas y estadounidenses, los costes de aseguramiento son más elevados en las bolsas de Estados Unidos, seguidos de las bolsas del Reino Unido y de Deutsche Börse. Los costes de aseguramiento de Euronext son comparativamente más bajos. Por lo que se refiere a los mercados secundarios, NYSE y LSE parecen tener los costes totales de negociación más reducidos, seguidos de Euronext y Deutsche Börse (véase cuadro 2).

3 EL PORQUÉ DE LA CONCENTRACIÓN

La concentración de las bolsas obedece al propósito de aprovechar las economías de escala y de alcance presentes en la negociación bursátil. El principal determinante de este proceso es el avance tecnológico. Por un lado, las nuevas tecnologías permiten ampliar el número de inversores y empresas que negocian en un mercado, con lo que aumentan el volumen de contratación y la liquidez, mientras que disminuyen los costes de negociación. Por otro lado, la mayor velocidad y capacidad de ejecución de las operaciones exigida por los inversores fomenta la competencia entre las bolsas, que han de realizar cuantiosas inversiones en tecnología para responder a esta demanda. Las fusiones en el sector bursátil pueden contribuir a reducir la plantilla de trabajadores, lograr importantes ahorros en los costes y consolidar los balances.

Sin embargo, demasiada concentración puede tener un lado negativo, ya que puede reducir la competencia entre las bolsas y alentar una tendencia al monopolio. Aunque, a corto plazo, una menor competencia puede incrementar los beneficios de las bolsas, también puede elevar las comisiones de admisión y los costes de negociación y ser perjudicial tanto para los emisores como para los inversores⁹.

Tal y como se indica en la sección 2, para empezar, las bolsas surgieron localmente como un medio natural para minimizar el coste de la información. Debido al estado primitivo en el que se encontraba la tecnología de las telecomunicacio-

nes al inicio del siglo pasado, las bolsas sólo podían funcionar mediante la negociación presencial de viva voz y la proximidad de las empresas cotizadas. Posteriormente, la reducción de los costes de comunicación y la modificación de la normativa (con la armonización de los requisitos en todas las bolsas, al menos en un mismo país) fomentó la competencia entre las bolsas, ya que las empresas optaron por cotizar en la bolsa más eficiente.

IMPACTO DE LA CONCENTRACIÓN

En los años sesenta, varios investigadores ya habían señalado que los costes medios de explotación de las bolsas y los diferenciales entre precios de compra y venta tendían a disminuir si aumentaba el volumen de negociación, sugiriendo la posibilidad de economías de escala para las operaciones bursátiles y la creación de mercados. Por otro lado, se indicaba que el volumen de negociación tiende a concentrarse allá donde los costes de ejecución son más bajos, reforzando así el proceso¹⁰. En Estados Unidos, el proceso de concentración comenzó pasada la década de los cuarenta. Los cambios tecnológicos y normativos que se produjeron en aquellas fechas permitieron que el mercado OTC pudiera competir en un ámbito que había sido terreno exclusivo de las bolsas regionales. A su vez, estas bolsas empezaron a competir para ganar cuota de mercado de órdenes sobre las empresas que cotizaban en NYSE. Esta competencia llevó a una serie de fusiones entre bolsas regionales. Los estudios empíricos sobre la concentración de las bolsas regionales de Estados Unidos sugieren que el volumen de negociación y su cuota de mercado aumentaron a expensas de otras bolsas regionales que no participaron en las fusiones. Los diferenciales entre precios de compra y venta registrados en las bolsas que se fusionaban tendieron a estrecharse, lo que concuerda con la opinión

8 Véase «The Cost of Capital: An International Comparison», Oxera Consulting Ltd, junio del 2006

9 Véase T. H. McInish y R. A. Wood, 1996, «Competition, fragmentation and market quality», en *The Industrial Organization and Regulation of the Security Industry*, eds. A. Lo, National Bureau of Economic Research. Tras analizar la calidad de los mercados de las empresas que cotizan en NYSE, concluyen que la competencia entre los mercados es beneficiosa para los participantes en los mismos.

10 Véanse H. Demsetz, 1968, «The cost of transacting», en *Quarterly Journal of Economics* 82, y B. Chowdry y V. Nauda, 1991, «Multimarket trading and market liquidity», en *Review of Financial Securities* 4.

de que la concentración aumenta la competencia entre los centros financieros en beneficio de los inversores bursátiles. Así pues, las nuevas bolsas fusionadas pudieron aprovechar las economías de escala y competir más eficazmente con NYSE¹¹.

Los análisis realizados más recientemente, antes de la introducción del euro, volvieron a apuntar a la existencia de importantes economías de escala entre las bolsas. Sin embargo, estas ganancias parecieron ser más significativas para las bolsas situadas en regiones con una regulación más armonizada¹². En consecuencia, en la zona del euro la concentración se llevó a cabo primero a escala nacional. Posteriormente, la introducción de la moneda única y la desaparición del riesgo de cambio, unidas al progreso tecnológico que representó la expansión de la negociación electrónica, impulsaron la concentración en distintos niveles (fusiones y acuerdos de interconexión) entre bolsas radicadas en países diferentes. Esta estrategia fue muy beneficiosa para la rentabilidad de las bolsas, en las que se observó un notable aumento de la capitalización bursátil y del crecimiento y una reducción significativa de los costes de transacción¹³. En efecto, en Euronext aumentaron los volúmenes negociados y se estrecharon los diferenciales entre precios de compra y venta, mientras que se redujo la volatilidad de los valores de alta capitalización (véase recuadro 1). Además, los avances tecnológicos han propiciado las economías de escala y de alcance. Por ejemplo, las bolsas europeas se han apresurado más que las de América del Norte en adoptar la negociación electrónica y en establecer acuerdos de interconexión entre bolsas de valores y de derivados.

FACTORES QUE FACILITAN LA CONCENTRACIÓN

La transición desde bolsas mutualistas (propiedad de sus miembros) a empresas cotizadas y generadoras de beneficios ha estimulado la explotación de las economías de escala en el sector bursátil. No debe infravalorarse el cambio en la propiedad y la estructura de gobierno corporativo, que fue resultado, en parte, de la competencia mundial y de las economías de escala. A su vez, estos cambios facilitaron la concentración. En los diez últimos años se ha producido una extensa reforma de las bolsas. Según la Federación Mundial de Bolsas

de Valores (World Federation of Exchanges – WFE), el 73% de sus miembros eran organizaciones con fines de lucro en el 2005, frente al 63% en el 2000 y al 38% en el año 1998¹⁴. Este cambio en la estructura de gobierno ha permitido que las bolsas pudiesen modernizarse desde el punto de vista tecnológico, evitar una concentración de la propiedad, mejorar su acceso a los mercados de capitales, lograr una estructura de gestión más flexible para responder a las condiciones cambiantes del sector y del mercado, realizar operaciones de fusión y adquisición y ser un catalizador para la adopción de nuevas estrategias de negocio¹⁵. Este puede ser el caso, en particular, de las bolsas que cambiaron su estructura de gobierno, pasando de ser organismos públicos a transformarse en empresas cotizadas (desmutualización). Las empresas privadas pueden estar en mejores condiciones para responder a los nuevos retos del mercado, además de poder realizar operaciones de fusión y adquisición con mayor facilidad. Por último, las empresas cotizadas, como varias bolsas de valores, son en general más transparentes y suelen proporcionar más información corporativa. Por consiguiente, el cambio en la estructura de gobierno facilita las operaciones de fusión y adquisición con otras bolsas. También supone que las bolsas tengan ahora clientes, en lugar de miembros, y que estén sujetas a la competencia de otras bolsas en materia de admisión y negociación.

Además de la presión competitiva generada por los avances tecnológicos, más recientemente han surgido dos importantes incentivos para la concentración entre regiones: la necesidad de diversificación de los ingresos y el nuevo entorno competitivo derivado de la globalización. La concentración sectorial entre distintos tipos de bolsas ha sido la respuesta a la creciente necesi-

- 11 Véase T. Arnold, P. Hersch, J. H. Mulherin y J. Netter, 2001, «Merging markets», en *Journal of Finance* 54.
- 12 Véase I. Hasan y M. Malkamäki, 2001, «Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective», en *Journal of Banking & Finance* 25.
- 13 Véase I. Hasan y H. Schmiedel, 2006, «Networks and stock market integration: empirical evidence», en «Transparency, Governance and Markets» por M. Isagella, L. Becchetti e I. Hasan (eds.), Elsevier.
- 14 World Federation of Exchanges, 2006, «Cost and Revenue Survey 2005».
- 15 Véase R. Lee, 2002, «The Future of Securities Exchanges», Wharton Financial Institutions Center, 02-14.

dad de diversificación de los ingresos. En los últimos años, el crecimiento del mercado de acciones al contado ha sido más lento que el del mercado de derivados, que ofrece a las bolsas el importante incentivo de reducir el riesgo asociado a sus flujos de ingresos. En los grupos de bolsas de la UE, las estructuras de ingresos difieren considerablemente entre la negociación de acciones al contado y la contratación de derivados. Por ejemplo, en Euronext y Deutsche Börse, los ingresos procedentes de la negociación de derivados son más elevados que los procedentes de la negociación de acciones al contado, mientras que ocurre lo contrario en LSE, BME y OMX.

Finalmente, la globalización de los mercados ha dado un fuerte impulso a la concentración. Los inversores se esfuerzan cada vez más por diversificar sus carteras a escala mundial, aprovechando el crecimiento de los mercados internacionales. Las bolsas de valores compiten pues en ofrecer a los inversores más oportunidades de negociación entre clases de activos y husos horarios. Asimismo, ha aumentado la competencia de centros de negociación alternativos, como los Sistemas Alternativos de Negociación (Alternative Trading Systems – ATS), los Sistemas Multilaterales de Negociación o SMN (Multilateral Trading Facilities – MTF), y los internalizadores sistemáticos¹⁶. Los casos más recientes de concentración entre regiones (OMX, NYSE Euronext y LSE-Borsa Italiana) han de considerarse en este contexto.

FACTORES QUE DIFICULTAN LA CONCENTRACIÓN

Pese a los factores determinantes de la citada concentración, los mercados de valores de la zona del euro todavía tienen potencial para una mayor integración. Especialmente en un contexto internacional y teniendo en cuenta el sesgo nacional, los costes de la información y las barreras normativas impiden de hecho que las bolsas puedan competir simplemente recortando los costes de ejecución¹⁷. En teoría, los avances tecnológicos y la tendencia hacia normas más uniformes podrían conducir a la creación de un centro único global en Europa. Sin embargo, existen todavía algunas importantes barreras. Por ejemplo, se ha argumentado que, si bien la información se puede transmitir en general con facilidad

a través de las redes electrónicas, el «sesgo nacional de información» requiere la comunicación directa, que las telecomunicaciones no podrán sustituir, mientras existan pequeñas fricciones de mercado (coste de acceso e información heterogénea)¹⁸. Además, el volumen de negociación entre bolsas de distintos países se ve afectado por marcos jurídicos diferentes, barreras lingüísticas y diferencias culturales entre los países, así como por actividades transfronterizas complejas¹⁹. Los inversores preferirán mantener, comprar y vender acciones de empresas que se encuentren cerca y que proporcionen información en su idioma.

En el pasado, las leyes y normas nacionales representaban barreras a la concentración transfronteriza. Sin embargo, en la actualidad se está intentando superar estas barreras por varios conductos. En efecto, se han adoptado varias iniciativas y medidas en el ámbito legislativo y normativo para lograr un mercado europeo integrado para los servicios financieros. Una de las principales iniciativas es la aplicación de las medidas incluidas en el Plan de acción para los servicios financieros (PASF) puesto en marcha en 1999. Las medidas más importantes para los mercados de valores y su concentración son la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID, en sus siglas en inglés), que sustituye a la Directiva sobre servicios de inversión, y la Directiva sobre folletos de emisión (véase recuadro 3). Es posible que la MiFID tenga un profundo impacto sobre la organización y las estrategias de negocio de las empresas de servicios de inversión, las bolsas de valores, los gestores

16 ATS y MTF son sistemas gestionados por una empresa de servicios de inversión o un operador de los mercados, que agrupan a varias partes interesadas en comprar y vender instrumentos financieros, como valores de renta variable, valores de renta fija y derivados. Un internalizador sistemático es una empresa de servicios de inversión que crea mercados fuera de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación.

17 Véanse, por ejemplo, J.-K. Kang y R. M. Stulz, 1997, «Why is there a home bias?: An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan», *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28, y la extensa literatura sobre el sesgo nacional. Para Europa, véase, por ejemplo, J. McAndrews y C. Stefanadis, 2002, «The consolidation of European stock exchanges», en *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 8, n.º 6.

18 Véase J. Gaspar y E. Glaeser, 1996, «Information Technology and the Future of Cities», NBER Working paper n.º W5562.

19 Véase Brennan, M. y H. H. Cao, 1997, «International portfolio investment flows», *Journal of Finance*, 52 (5), 1851-1880.

Recuadro 3

EL PLAN DE ACCIÓN PARA LOS SERVICIOS FINANCIEROS Y LAS BOLSAS DE VALORES

El marco regulador de la UE relevante para las bolsas de valores y los servicios de inversión ha sido objeto de una transformación integral con la conclusión del Plan de acción para los servicios financieros (PASF). La Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), la Directiva sobre folletos de emisión y la Directiva sobre transparencia incluyen algunas normas innovadoras que tienen por objeto potenciar la competencia entre los mercados de valores, y entre estos y nuevos centros de negociación.

Más concretamente, la MiFID suprimió algunos de los obstáculos que existían para la competencia entre centros de negociación, en particular, mediante la eliminación de la norma sobre concentración, una disposición que exigía la ejecución de las operaciones con acciones en la Bolsa nacional como requisito para el cumplimiento del principio de «mejor ejecución» de las transacciones por parte de los intermediarios financieros¹. La MiFID exige a los Estados miembros que permitan la internalización de las órdenes y, por consiguiente, que deroguen las disposiciones sobre concentración, con el fin de fomentar la competencia entre los centros de negociación y ofrecer a los inversores la posibilidad de elegir entre diferentes sistemas de negociación, como los mercados regulados (bolsas), los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)² y los internalizadores de órdenes. Al mismo tiempo, la Directiva regula la internalización mediante disposiciones que tienen por objeto alcanzar la igualdad de condiciones entre las tres funciones de negociación mencionadas anteriormente y garantizar el mismo nivel de protección a los inversores en todos los centros de negociación³. Además, con la aplicación de la MiFID se crea un nuevo marco armonizado en la UE en lo que respecta a la autorización de mercados regulados y a los requisitos de transparencia.

Por último, de conformidad con la MiFID, un valor negociable que haya cotizado en un mercado regulado puede ser admitido posteriormente a negociación en otros mercados regulados, incluso sin el consentimiento del emisor⁴. Esta disposición, junto con la exención de la obligación de publicar un folleto de emisión acorde con las condiciones especificadas en la Directiva sobre folletos de emisión, tiene dos consecuencias importantes: en primer lugar, fomenta una mayor competencia entre los mercados regulados —a escala tanto nacional como transfronteriza— en la negociación de valores que cotizan en otras bolsas y, en segundo lugar, en caso de que dos bolsas formen una alianza, les permite negociar el mismo valor en todos los mercados regulados sin tener que fusionarlos necesariamente.

La existencia de normas armonizadas a escala de la UE aplicables a los mercados regulados y a las empresas de servicios de inversión, junto con la mejora del marco regulador de la cooperación entre las autoridades supervisoras, han sido fundamentales para facilitar la integración de las bolsas de valores europeas. Se han detectado complejidades adicionales en el establecimiento de alianzas con bolsas no europeas por las dudas relacionadas con el posible alcance extraterritorial de diferentes

1 En algunos Estados miembros, como Francia, Italia y España, se han introducido «normas sobre concentración». Otros, entre los que se incluye el Reino Unido, han permitido que los intermediarios puedan ejecutar estas operaciones fuera de los mercados regulados y también que las «internalicen» de conformidad con el principio de mejor ejecución. Para una descripción de los sistemas nacionales, véase Davies, R., A. Dufour y B. Scott-Quinn «The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure» en «Investor protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and Beyond», (2006), Ferrarini, G., y E. Wymeersch, (eds.), Oxford University Press, 163-197.

2 Un SMN es un sistema multilateral de negociación gestionado por una empresa de servicios de inversión o un operador de los mercados.

3 Como consta en el quinto considerando del Preámbulo de la MiFID: «Es necesario establecer un régimen regulador general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, independientemente de los métodos de negociación empleados, con el fin de asegurar una buena calidad de ejecución de las operaciones de los inversores y de preservar la integridad y eficiencia general del sistema financiero».

4 Véase el apartado 5 del artículo 40 de la MiFID y el artículo 4 de la Directiva sobre folletos de emisión.

requisitos jurídicos y de regulación, que se han solventado con soluciones acordadas por las autoridades de supervisión interesadas. Un grado mayor de convergencia a nivel internacional y el reconocimiento recíproco de las normas relativas a los servicios de inversión y a los emisores podrían plantear obstáculos de carácter legal a la integración internacional de las bolsas de valores.

de activos y otros tipos de intermediarios financieros. Esta Directiva debería propiciar una mayor integración de los mercados de capitales europeos, aunque también influirá de forma significativa en la estructura y el desarrollo de los mercados, al fomentar una mayor competencia²⁰. La aplicación de la MiFID ha originado ya cambios en la estructura del mercado. Por ejemplo, en noviembre del 2006, siete grandes bancos de inversión, que generan en conjunto la mitad del volumen de negociación de LSE, anunciaron la creación de su propia plataforma de negociación²¹.

Por otro lado, el Código de Conducta para la Compensación y Liquidación, adoptado el 7 de noviembre de 2006 por las asociaciones europeas de mercados, incluida la Federación de Bolsas de Valores Europeas (Federation of European Securities Exchanges – FESE), tendrá importantes repercusiones en este ámbito. Ofreciendo transparencia de precios, libre acceso, interoperabilidad y desagregación de los servicios, el Código de Conducta proporcionará a los participantes en el mercado la libertad de elegir el proveedor de servicios que prefieren y contribuirá a aumentar la competencia entre bolsas de valores.

4 EL MERCADO DE RENTA VARIABLE Y LA POLÍTICA MONETARIA

Los mercados de valores son parte integrante del sistema financiero y desempeñan la función de canalizar el ahorro (procedente, principalmente, de los hogares) hacia el sector empresarial, así como de proporcionar a los inversores un medio para intercambiar recursos financieros. Desde la perspectiva de la política monetaria, las cotizaciones bursátiles son particularmente importantes, dado que, por un lado, reflejan las expectativas de los participantes en el mercado sobre la evolución económica futura (papel pasivo) y, por otro, influyen en la evolución económica real (papel activo).

En su papel pasivo, las cotizaciones contienen una

información valiosa, por lo que son una de las muchas variables económicas y financieras que son objeto de seguimiento por parte de los bancos centrales. En efecto, los precios de las acciones pueden proporcionar información sobre la evolución económica: pueden tener propiedades como indicador adelantado y pueden contribuir a evaluar las expectativas de los participantes en el mercado respecto de la actividad económica y también a identificar aquellos factores específicos que distorsionan temporalmente el contenido informativo de importantes variables como los agregados monetarios.

La política monetaria influye en las cotizaciones bursátiles de varias formas. Por ejemplo, variaciones de los tipos de interés oficiales repercuten a corto plazo en la tasa de descuento, a través de variaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado. Además, la política monetaria puede influir también en los beneficios y dividendos empresariales, a través de las expectativas de los participantes en el mercado respecto del crecimiento económico a corto plazo. Los inversores suelen anticipar las decisiones de política monetaria, motivo por el que la reacción del mercado de valores al anuncio de una decisión de política monetaria es normalmente débil. Sin embargo, modificaciones no esperadas de los tipos de interés oficiales podrían afectar a la percepción del riesgo atribuido a las acciones, impulsando a los inversores a reconsiderar sus decisiones de inversión²². Por último, a largo plazo, cumpliendo el objetivo de mantener la estabilidad de precios y proporcionando un anclaje firme a las expectativas de inflación, la política monetaria reduce la incertidumbre respecto de la inflación y, por ende, la incertidumbre sobre la evolución futura de las cotizaciones.

20 Véanse J.-P. Casey y K. Lannoo, 2006, "The MiFID Revolution", ECMI Policy Brief, n.º 3, y C. Skinner, 2007, «The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID», Wiley Finance.

21 Conocido como el «Proyecto Turquesa». Los siete bancos participantes son Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS.

22 Véase B. Bernanke, «Monetary policy and stock market: some empirical results», Fall 2003 Banking and Finance Lecture, Widener University, Chester, Pensilvania.

Por lo tanto, las variaciones de precios de las acciones desempeñan una función importante en la transmisión de la política monetaria. En su papel activo, los mercados de valores influyen en la evolución económica, principalmente a través de tres canales: el coste del capital, la riqueza y el balance. En primer lugar, las cotizaciones tienen un efecto directo sobre el coste del capital de las empresas y, por tanto, sobre su gasto de inversión. Si los precios de las acciones son altos, lo que implica que el coste del capital es bajo, la inversión puede financiarse a un coste relativamente reducido mediante la emisión de acciones. El segundo canal opera a través del impacto de la riqueza sobre el consumo. Por ejemplo, un aumento de los precios de las acciones incrementa la riqueza financiera de los hogares, lo que podría llevar a un mayor consumo presente y futuro. Se cree que este canal ha sido menos importante en la zona del euro que, por ejemplo, en Estados Unidos, debido a la menor participación de los hogares en los mercados de valores. Sin embargo, la participación en los mercados de valores de la zona del euro ha aumentado en las últimas décadas, como consecuencia, especialmente, de las inversiones realizadas a través de los intermediarios financieros. En particular, en algunos países de la zona del euro, las inversiones efectuadas a través de los fondos de pensiones se incrementarán de forma significativa a medio plazo, debido a que los hogares están ahorrando más dinero con vistas a la jubilación, en un contexto de envejecimiento de la población y de reformas de los sistemas de pensiones²³. En tercer lugar, variaciones en las cotizaciones pueden afectar también de manera más general a la capacidad de las empresas y de los hogares para obtener crédito, a través de efectos de balance. A medida que el valor de los activos de garantía aumenta, crece la capacidad de obtención de crédito y de inversión, proceso conocido como el acelerador financiero²⁴.

Tras analizar la relación entre los precios de las acciones y la política monetaria, cabe preguntarse cuál es la relación con la estructura de los mercados financieros. En general, unos mercados financieros más eficientes facilitan la ejecución de la política monetaria. Dado que los mercados de valores son parte integrante del sistema financiero, siempre que la concentración de las bolsas de va-

lores tenga como resultado una mayor eficiencia, la transmisión de la política monetaria se hará de una manera más efectiva. Además, la evolución de las cotizaciones bursátiles proporcionará una mayor información, sobre todo si los mercados de valores desempeñan un papel más importante en la financiación del sector empresarial.

Un sistema financiero eficiente, potenciado por un mercado de valores eficiente, puede contribuir a facilitar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y, en última instancia, a incrementar el crecimiento económico potencial. Por ello, una evolución armonizada del sistema financiero de la zona del euro es un objetivo prioritario de los responsables de la política monetaria. Así pues, la concentración de las bolsas de valores sería beneficiosa, si permitiera mejorar el funcionamiento de los mercados financieros en todas las regiones de la zona del euro.

Un mercado de valores más eficiente favorecerá también la distribución del riesgo entre inversores y emisores, dentro y fuera de la zona del euro, al facilitar la diversificación entre regiones, sectores y monedas. Ello es particularmente importante en una unión monetaria, dado que el sistema financiero en su conjunto y, por tanto, el mercado de valores contribuye a posibilitar la absorción de las perturbaciones asimétricas que puedan afectar a la economía.

En la zona del euro existe todavía potencial para la concentración, con el posible resultado de incrementar la eficiencia del mercado de valores. Un mercado de valores muy eficiente, con comisiones de ejecución y costes de transacción reducidos, tendría un mayor atractivo como canal de financiación para las empresas y como destino de las inversiones en renta variable, con lo que las empresas recurrirían en mayor medida a la financiación mediante acciones.

La obtención de fondos a través del mercado de valores está relativamente menos desarrollada en la zona del euro que en otras regiones del mundo,

23 Véase el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2006.

24 Véase N. Kiyotaki y J. Moore, 1997, «Credit Cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105 (abril), pp. 211-48.

por lo que queda, posiblemente, margen para aprovechar más esta fuente de financiación²⁵. En la zona del euro, las tenencias de renta variable del pasivo de las empresas están, principalmente, en manos de accionistas privados²⁶. Una mayor financiación a través de los mercados de renta variable podría impulsar un cambio en la importancia relativa de los canales de transmisión de la política monetaria, reduciendo, en particular, la importancia del canal de préstamos bancarios y favoreciendo una transmisión más homogénea de la política monetaria a través del efecto riqueza²⁷.

5 CONCLUSIONES

El actual proceso de concentración de las bolsas de valores europeas, inspirado tanto por los mercados como por los responsables de la política monetaria, ha tenido como principal objetivo lograr una mayor eficiencia y productividad. Desde esta perspectiva, no es necesario que la negociación se lleve a cabo en determinados lugares físicos, si existen las condiciones técnicas adecuadas para lograr las máximas economías de escala posibles. El resultado final de este proceso de concentración no está claro, pero mientras tanto pueden emerger varias formas de concentración.

El proceso de concentración de las bolsas de valores puede adoptar distintos modelos. La concentración puede suponer simplemente la fusión de dos o varias empresas, con el fin de beneficiarse de las economías de escala en términos de plataformas tecnológicas, sistema común de negociación, menores costes y reducción de la plantilla de trabajadores. Otro modelo de concentración también puede suponer que los emisores tengan acceso a un mayor número de inversores mediante un único proceso de admisión, como es el caso de los valores admitidos a cotización en Euronext y OMX.

En la zona del euro, la reforma de las bolsas y la introducción del euro han impulsado la competencia, así como la cooperación entre los centros de negociación, lo que ha contribuido a aumentar la eficiencia y reducir los costes de negociación para los usuarios (emisores e inversores). Al mismo tiempo, los responsables de la política monetaria

han contribuido a lograr una mayor eficiencia mediante la aplicación de normas armonizadas, principalmente a través del PASF.

Una mayor concentración de las bolsas en la zona del euro puede contribuir a incrementar la integración financiera y la eficiencia del sistema financiero. Con ello, aumentan la liquidez para los inversores y las posibilidades de financiación para las empresas de la zona, siempre que se mantenga cierto grado de competencia entre los centros financieros. En efecto, será fundamental encontrar el equilibrio entre la concentración (aprovechando las economías de escala) y la competencia en un sector que ya está concentrado. Sin embargo, la presión de la competencia está creciendo también en el entorno exterior. A este respecto, cabe señalar que, mientras que al inicio del nuevo milenio la proximidad geográfica era el factor determinante a la hora de establecer relaciones de asociación y cooperación entre bolsas de valores, más recientemente se han venido realizando fusiones y alianzas a escala no sólo regional sino también transcontinental.

El cambio estructural del mercado de valores presenta un elevado interés para un banco central, dado que un mercado de capitales integrado y desarrollado fomenta el crecimiento económico y crea un marco favorable para la política monetaria. En particular, para un banco central es importante que todos los inversores y ahorradores tengan las mismas posibilidades de acceso a un sistema financiero eficiente dentro de una determinada área monetaria. Siempre que los mercados de valores alcancen una eficiencia suficiente para transmitir impulsos desde un banco central a la economía real de una manera uniforme, el número de bolsas participantes no parece tener mucha importancia. El factor relevante es que los mercados puedan ofrecer operaciones rápidas y seguras a precios atractivos, una sólida estructura de gobierno, normas adecuadas y una eficaz supervisión de los mercados y bolsas de valores.

25 Véase el artículo titulado «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005.

26 Véase el recuadro 1, en «Corporate finance in the euro area», BCE, mayo del 2007.

27 Véase la edición especial sobre «Monetary policy and financial integration», en «Financial integration in Europe», BCE, marzo del 2007.

PRESENTACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS TRIMESTRALES SOBRE LAS CUENTAS DE LOS SECTORES DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro

Las nuevas cuentas trimestrales de la zona del euro detalladas por sectores institucionales arrojan más luz sobre la evolución económica, financiera y monetaria, que hasta ahora solo se conocía parcialmente a partir de las estadísticas disponibles. Concretamente, las cuentas proporcionan información adicional para analizar la evolución macroeconómica por sectores institucionales y, a la vez, un marco integrado para complementar y combinar los datos procedentes de otras estadísticas que se publican con mayor prontitud. En este artículo se hace una recapitulación de las principales características y conceptos de las cuentas de la zona del euro y se ofrecen ejemplos de cómo puede utilizarlas el BCE. El primer ejemplo muestra las ventajas que proporciona al análisis económico y, en particular, para el análisis del ahorro y el consumo de los hogares, disponer de información completa y periódica sobre los cambios en (y la valoración de) la riqueza financiera de los hogares. Los nuevos detalles sobre las operaciones no financieras y la cobertura completa de las cuentas financieras contribuyen a mejorar el análisis de la financiación y la inversión financiera de las sociedades no financieras, lo que demuestra la utilidad de las cuentas financieras y no financieras integradas, detalladas por sectores institucionales. Por último, el análisis de las modificaciones de la estructura de la cartera entre activos monetarios y otros instrumentos financieros puede basarse ahora en una cobertura completa de las inversiones financieras por parte de los sectores institucionales.

I INTRODUCCIÓN

La evolución macroeconómica, como el crecimiento económico y la inflación, son el resultado de las acciones de cada uno de los agentes que operan en la economía. La agrupación de los agentes que muestran un comportamiento económico similar en sectores institucionales (hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas) puede ayudar a entender mejor el funcionamiento de la economía. En los cinco últimos años, el BCE, Eurostat y los bancos centrales nacionales e institutos nacionales de estadística de la Unión Europea han colaborado en el desarrollo de un proceso de elaboración periódico trimestral de las cuentas de la zona del euro que proporcione estadísticas detalladas y coherentes sobre la evolución económica y financiera de la zona del euro, tanto en lo que se refiere a la economía en su conjunto como a cada uno de los respectivos sectores institucionales. Estas cuentas trimestrales integradas de la zona del euro se basan en las estadísticas disponibles de la zona y en los datos recopilados a nivel nacional, y combinan la nueva información trimestral disponible sobre las actividades no financieras de los sectores institucionales con los datos mejorados sobre financiación e inversión financiera publicados anteriormente por el BCE en las Cuentas Financieras de la Unión Monetaria. Las cuentas trimestrales de la

zona del euro se publicaron por primera vez en junio del 2007 y fueron precedidas por la publicación de las cuentas anuales integradas financieras y no financieras en mayo del 2006.

A continuación, se presentan las principales características y conceptos de las cuentas de la zona del euro, así como algunos ejemplos de cómo pueden mejorar los nuevos datos el análisis económico, financiero y monetario¹. A tal efecto, se reconsideran tres cuestiones relativas a dicho análisis a las que se han enfrentado en el pasado los responsables de la política monetaria y se demuestra cómo pueden los nuevos datos arrojar cierta luz sobre estas cuestiones.

2 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS Y CONCEPTOS DE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

Las cuentas de la zona del euro presentan una panorámica global de la evolución económica y financiera de la zona, incluida una desagregación coherente por sectores institucionales. Las cuentas

¹ Véase una presentación más detallada en el artículo titulado «Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro» del Boletín Mensual de octubre del 2006 y en la nota informativa emitida conjuntamente por el BCE y Eurostat titulada «Quarterly euro area and European Union accounts for the institutional sector», que puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.eu/stats/acc/html/index.en.html>.

registran todas las operaciones económicas y financieras, así como la situación patrimonial (las variaciones) de los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y también la interacción entre estos sectores, y permiten un análisis integrado de las actividades económicas no financieras (como la formación bruta de capital fijo) y las operaciones financieras (como la emisión de deuda). Además, se presentan las relaciones entre la zona del euro y el resto del mundo para los mis-

mos tipos de operaciones y balances financieros. Las cuentas de la zona del euro se expresan en precios corrientes (es decir, sólo se calculan los valores nominales por oposición a los reales). Como los datos todavía no están desestacionalizados, la evolución se analiza utilizando sumas móviles de cuatro trimestres y las tasas de crecimiento se presentan en forma de variaciones interanuales. En el recuadro que se presenta a continuación se describen las fuentes y la metodología empleadas para elaborar las cuentas de la zona del euro.

Recuadro

DE LAS CUENTAS NACIONALES A LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

El punto de partida de las cuentas de la zona del euro son, por un lado, las cuentas nacionales financieras y no financieras que proporcionan los países miembros de la zona y, por el otro, las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro y las estadísticas monetarias. Para convertir los datos nacionales en cuentas de la zona del euro hay que realizar varios pasos.

En primer lugar, dado que las cuentas ofrecen series históricas de la composición actual de la zona del euro, sin rupturas estadísticas como consecuencia de la ampliación, los datos de Grecia correspondientes a 1999-2000 y los de Eslovenia correspondientes a 1999-2006 se han convertido a euros utilizando el tipo de cambio variable de las respectivas monedas. En segundo lugar, como se considera que el BCE no forma parte de la economía nacional en las cuentas nacionales de ningún país miembro, sus cuentas han de incluirse en el sector de instituciones financieras de la zona. Todas las demás instituciones europeas se clasifican como no residentes en la zona del euro, ya que sus competencias administrativas trascienden el ámbito de la zona.

En tercer lugar, para elaborar las cuentas del resto del mundo de forma adecuada desde la óptica de la zona del euro, es necesario convertir en interiores las operaciones transfronterizas y las posiciones entre los países miembros de la zona del euro. Como resultado, el nivel de importaciones y exportaciones es mucho más bajo que el que se obtendría de una simple agregación de los datos nacionales. Además, en las cuentas nacionales de los países de la zona del euro las operaciones bilaterales entre dos países no coinciden. Actualmente, partiendo de los datos nacionales, por ejemplo, las exportaciones totales realizadas dentro de la zona del euro sobrepasan a las importaciones totales. Estas «asimetrías» se han eliminado para obtener un conjunto coherente de cuentas de la zona del euro que conlleva un pequeño ajuste al alza del consumo de los hogares y de la formación de capital privada y un ligero ajuste a la baja del PIB nominal. Actualmente, el ajuste total asciende a menos del 1% del PIB de la zona. El ajuste es bastante estable en el tiempo y, como resultado, no tiene un efecto significativo sobre la tasa de crecimiento de los agregados macroeconómicos.

El siguiente paso consiste en realizar una elaboración paralela de las cuentas financieras y no financieras, incluidos los balances financieros. Estas cuentas están integradas en tres dimensiones. En primer lugar, para cada categoría de operaciones (financieras y no financieras) y para cada categoría del balance financiero, el total de empleos ha de ser igual al total de recursos, y el total (de variaciones) de los activos financieros ha de ser igual al total (de variaciones) de los pasivos al sumar todos los sectores institucionales y el resto del mundo (coherencia horizontal). Por ejemplo, para la categoría de

operaciones no financieras «remuneración de los asalariados», la suma de los importes a pagar (empleos) por todos los sectores y el resto del mundo ha de ser igual a la suma de los importes a cobrar (recursos) por todos los sectores y el resto del mundo (véase cuadro 1). En segundo lugar, para cada sector y el resto del mundo, la suma de todos los recursos y las variaciones de los pasivos ha de ser igual a la suma de todos los empleos y las variaciones de los activos (coherencia vertical). En las nuevas cuentas de la zona del euro, esto se ha conseguido eliminando las asimetrías y aplicando otras restricciones contables para los sectores de Administraciones Públicas e instituciones financieras y para el resto del mundo, lo que significa que esta última cuenta no contiene la categoría de «errores y omisiones». Todavía persisten discrepancias estadísticas, de igual cuantía pero de signo contrario, para los sectores de hogares y sociedades no financieras, pero son relativamente pequeñas en comparación con las que resultarían de una simple agregación de los datos de las cuentas nacionales financieras y no financieras no integradas. En tercer lugar, la variación en los balances financieros (es decir, en los saldos) de cada una de las categorías de activos financieros es igual a las variaciones derivadas de las operaciones financieras y de otras variaciones (coherencia de saldos y flujos).

Como consecuencia de los diversos pasos en la elaboración, anteriormente descritos, las cuentas de la zona del euro no son el resultado de la simple suma de las cuentas nacionales de los países miembros que la integran.

Para el conjunto de la zona y para cada uno de los sectores institucionales, los agregados macroeconómicos se calculan a partir de una secuencia de cuentas, cada una de las cuales abarca un proceso económico concreto, que va desde la producción, la generación y la (re)distribución de la renta, pasando por el uso de la renta para fines de consumo e inversión, hasta las operaciones financieras, tales como la obtención y concesión de préstamos. En el cuadro 1 se presentan algunos de los principales agregados económicos y financieros de los sectores institucionales de la zona del euro y su interacción con el resto del mundo. El «valor añadido bruto» lo generan, en su mayoría, las sociedades no financieras (57% en los cuatro trimestres incluidos en el cuadro), pero los hogares (25%), las instituciones financieras (5%) y las Administraciones Públicas (14%) también contribuyen a esta medida amplia de la actividad económica. El valor añadido por los hogares tiene su origen en los empresarios individuales, las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) y el alquiler imputado a los propietarios que ocupan la vivienda propia². Con diferencia, el porcentaje más elevado del producto interior bruto (que comprende todo el valor añadido generado en el país y los impuestos sobre los productos) se asigna a los hogares y se distribuye entre la remuneración de los asalariados (sueldos y salarios, más cotizaciones de los empresa-

rios a la seguridad social) y el valor añadido que generan los propios hogares. La renta disponible de los hogares viene determinada por la remuneración de los asalariados, la renta mixta (que generan los empleados autónomos) y el excedente bruto de explotación (proveniente de las empresas familiares y de las viviendas ocupadas por sus propietarios), las rentas de la propiedad (principalmente intereses y dividendos a cobrar menos intereses a pagar) y las transferencias del y al sector de Administraciones Públicas (prestaciones de la seguridad social menos cotizaciones e impuestos a pagar). Las cuentas indican también que los hogares consumieron alrededor del 86% de su renta disponible bruta y que ahorraron el 14% en el período comprendido entre el segundo trimestre del 2006 y el primer trimestre del 2007³.

La integración de las cuentas no financieras con las cuentas financieras permite analizar de forma exhaustiva las relaciones entre las operaciones fi-

- 2 El sector hogares incluye las empresas individuales y sociedades personalistas sin personalidad jurídica propia, lo que concuerda con las normas internacionales de contabilidad nacional. Además, las ISFLSH (instituciones benéficas, asociaciones sindicales, etc.) se agrupan junto con los hogares en las cuentas de la zona del euro.
- 3 La renta disponible aumenta con el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones; aunque este componente relativamente pequeño no está disponible para el consumo, por definición, forma parte del ahorro de los hogares.

nancieras y no financieras («reales») y los balances financieros. El ahorro de los hogares de la zona del euro, más las transferencias netas de capital recibidas superan notablemente sus inversiones no financieras (que se centran, principalmente, en la vivienda). Esto significa que el sector hogares tiene un superávit de fondos y que, por lo tanto, es un prestamista neto para otros sectores. Por

consecuente, la cuenta de operaciones financieras refleja que las adquisiciones netas de activos financieros por parte de los hogares superan notablemente a los pasivos netos contraídos. La situación contraria se produce en las sociedades no financieras y en las Administraciones Públicas, que son prestatarios netos, mientras que las instituciones financieras también registran un superá-

Cuadro I Cuentas de la zona del euro: principales rúbricas

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres: III 2006 - II 2007, y balance financiero al final del periodo: II 2007)

	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Operaciones no financieras					
Exportaciones de bienes y servicios					1.900
Importaciones de bienes y servicios					1.819
Valor añadido bruto	1.907	4.396	368	1.052	
- Remuneración de los asalariados (a pagar)	427	2.598	209	875	16
- Impuestos sobre la producción y las importaciones netos de subvenciones	28	74	15	15	
Excedente bruto de explotación (y renta mixta de los hogares)	1.452	1.723	145	162	
+ Renta de la propiedad (a cobrar) netos de intereses y rentas (a pagar)	839	156	329	-172	158
<i>(Empresas: Renta empresarial bruta)</i>		1.902	482		
- Renta distribuida de las empresas		898	264		
+ Remuneración de los asalariados (a cobrar)	4.115				10
+ Prestaciones y cotizaciones sociales netas (a cobrar-a pagar)	-4	12	48	-64	9
+ Otras transferencias corrientes (a cobrar-a pagar)	66	-48	-5	-100	87
- Impuestos sobre la renta y el patrimonio (a pagar)	810	198	51		9
+ Impuestos a cobrar (netos de subvenciones a pagar)				2.143	-5
Renta disponible bruta	5.658	748	202	1.967	
+ Ajustes por variaciones en el patrimonio neto de los fondos de pensiones ¹⁾	62	-15	-47	0	0
- Gasto en consumo	4.912			1.753	
Ahorro bruto	809	734	155	215	
- Formación bruta de capital fijo	632	996	43	218	
+ Transferencias netas de capital (a cobrar-a pagar)	26	85	-8	-88	-15
- Adquisiciones netas de otros activos no financieros ²⁾	5	22	1	-1	-1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación	198	-199	102	-90	-11
Operaciones financieras					
Capacidad/necesidad de financiación de las cuentas financieras	257	-258	102	-90	-11
Adquisiciones netas de activos financieros	647	774	4.036	107	1.958
Oro monetario y derechos especiales de giro			-2		2
Efectivo y depósitos	289	185	959	77	718
Valores distintos de acciones	57	0	733	30	576
Préstamos	-2	189	1.301	-11	149
Acciones y otras participaciones	14	217	621	-4	457
Reservas de seguro de vida y de fondos de pensiones	253				8
Otros activos financieros ³⁾	35	182	425	15	48
Pasivos netos contraídos	389	1.031	3.934	197	1.970
Efectivo y depósitos			1.604	-11	634
Valores distintos de acciones		59	675	164	499
Préstamos	366	614	225	9	412
Acciones y otras participaciones		228	708	0	369
Reservas técnicas de seguro	0	11	299	0	0
Otros pasivos ⁴⁾	23	120	471	35	56
Variaciones en la riqueza financiera que no se derivan de operaciones	327	-538	-78	149	142

Cuadro 1 Cuentas de la zona del euro: principales rúbricas (cont.)

Balance financiero					
Activos financieros	17.405	14.266	37.784	2.907	14.546
Oro monetario y derechos especiales de giro			178		
Efectivo y depósitos	5.463	1.666	4.690	621	3.949
Valores distintos de acciones	1.407	301	8.035	240	3.028
Préstamos	22	1.798	13.392	357	1.464
Acciones y otras participaciones	5.182	7.815	9.102	1.141	5.363
Reservas de seguro de vida y de fondos de pensiones	4.723				83
Otros activos financieros ³⁾	609	2.686	2.388	549	659
Pasivos	5.631	22.977	38.253	6.751	13.119
Efectivo y depósitos			13.569	325	2.471
Valores distintos de acciones		743	4.552	4.962	2.754
Préstamos	5.200	6.594	1.528	1.071	2.639
Acciones y otras participaciones		12.925	10.827	6	4.845
Reservas técnicas de seguro	33	332	5.168	1	0
Otros pasivos ⁴⁾	398	2.360	2.609	387	409
Riqueza financiera neta	11.774	-8.712	-469	-3.843	1.427

Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).

1) Ajuste neto por la variación en la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones (pendientes de cobro-pago).

2) Variaciones de existencias, adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos y de activos no financieros no producidos (por ejemplo, terrenos).

3) Otras cuentas pendientes de cobro, y reservas para primas y para siniestros.

4) Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

vit de fondos. En conjunto, en los cuatro últimos trimestres estudiados, la zona del euro registró un pequeño superávit en la cuenta corriente (y en la cuenta de capital) de la balanza de pagos y, por lo tanto, también en la cuenta de operaciones no financieras del resto del mundo⁴. En otras palabras, la zona del euro fue ligeramente prestamista neto de fondos, lo que se refleja en la cuenta de operaciones financieras del resto del mundo como un exceso de pasivos netos contraídos respecto a las adquisiciones netas de activos financieros.

Ahora, las nuevas cuentas permiten obtener medidas trimestrales de los beneficios y de la financiación interna tanto para las instituciones financieras como para las sociedades no financieras. La renta empresarial es un indicador básico para las sociedades y puede medirse en términos netos o brutos⁵. La renta empresarial bruta es un concepto comparable a los beneficios corrientes más las dotaciones por amortizaciones en la contabilidad de las empresas (una vez deducidos los intereses netos a pagar e incluidos los beneficios de las filiales en el exterior, pero sin descontar el pago de dividendos e impuestos sobre la renta). Restando a la renta empresarial los impuestos sobre la renta pendientes de pago —una vez distribuida la renta a los propietarios (incluidos todos los

dividendos y los beneficios no distribuidos que se asignen a los inversores extranjeros directos)— se obtiene el ahorro (nacional) de las empresas, que es una medida de la financiación interna. El ahorro neto es comparable a los beneficios no distribuidos en la contabilidad comercial.

Los balances financieros muestran la posición financiera de los sectores, detallada en las mismas categorías de activos financieros y pasivos (como depósitos, préstamos y acciones) que se distinguen en las cuentas de operaciones financieras. Los activos financieros y los pasivos se valoran a precios de mercado. Los balances financieros varían como resultado no sólo de operaciones financieras, sino también de otras variaciones de los activos, que reflejan, principalmente, revalorizaciones como consecuencia de variaciones de los precios de mercado de los instrumentos financieros, aunque también se incluyen, por ejemplo, los saneamientos de deudas.

4 Como la cuenta de resto del mundo se estructura desde la perspectiva de los no residentes, un superávit de la zona del euro en la cuenta corriente (y de capital) de la balanza de pagos se refleja como una necesidad de financiación (-) de este sector en la cuentas de la zona, como se indica en el cuadro 1.

5 La renta empresarial bruta, el ahorro bruto, etc., incluyen el consumo de capital fijo («depreciación»).

Cuadro 2 Principales rúbricas de los hogares en las cuentas de la zona del euro

(mm de euros)

Operaciones no financieras	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	II 2007
	Sumas acumuladas de cuatro trimestres								
Renta disponible bruta	4.260	4.461	4.694	4.852	4.997	5.183	5.349	5.547	5.658
+ Ajuste por variaciones en el patrimonio neto de los fondos de pensiones ¹⁾	46	48	49	51	54	57	59	62	62
Renta disponible bruta más ajuste³⁾	4.306	4.509	4.743	4.903	5.051	5.240	5.408	5.608	5.720
- Gasto en consumo	3.693	3.901	4.068	4.177	4.316	4.482	4.649	4.837	4.912
Ahorro bruto	613	607	675	727	735	758	759	772	809
+ Transferencias netas de capital (a cobrar-a pagar)	31	29	21	8	13	19	24	30	26
- Formación bruta de capital fijo	445	465	468	476	496	523	558	606	632
- Adquisiciones netas de otros activos no financieros ²⁾	5	2	-1	0	2	4	1	4	5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación	194	170	229	260	250	249	224	192	198
Operaciones financieras	Sumas acumuladas de cuatro trimestres								
Adquisiciones netas de activos financieros	539	466	502	519	557	590	631	620	647
Efectivo y depósitos	132	51	169	229	222	248	240	279	289
Valores distintos de acciones	-36	26	89	78	-16	75	3	77	57
Préstamos	-6	2	0	-2	4	-1	-2	-3	-2
Acciones y otras participaciones	189	114	32	-40	86	-14	116	-34	14
Acciones cotizadas	10	-5	-72	-17	27	-48	3	-13	-1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	30	21	-67	-19	37	57	8	32
Participaciones en fondos de inversión	157	88	82	44	78	-3	56	-29	-18
Reservas de seguro de vida y de fondos de pensiones	227	244	216	203	231	251	300	276	253
Otros activos financieros ³⁾	33	30	-3	53	30	30	-27	24	35
Pasivos netos contraídos	339	261	246	205	286	329	372	387	389
Préstamos	294	228	177	223	264	314	392	392	366
A corto plazo	24	16	0	15	-1	11	16	14	11
A largo plazo	270	212	178	208	265	303	375	379	355
Reservas de los fondos de pensiones	1	2	2	2	2	2	2	0	0
Otros pasivos ⁴⁾	43	32	67	-20	20	12	-22	-6	23
Variaciones en la riqueza financiera que no se derivan de operaciones	Sumas acumuladas de cuatro trimestres								
Riqueza financiera neta	768	-78	-482	-618	247	285	600	457	477
Acciones y otras participaciones	695	-133	-443	-496	265	235	522	431	498
Reservas de seguro de vida y de fondos de pensiones	65	-6	-50	-70	29	57	129	49	44
Balance financiero	Saldos a fin de periodo								
Activos financieros	12.639	13.012	13.013	12.950	13.744	14.632	15.867	16.940	17.405
Efectivo y depósitos	3.914	3.970	4.152	4.380	4.579	4.827	5.078	5.343	5.463
Valores distintos de acciones	1.198	1.255	1.296	1.359	1.329	1.389	1.354	1.422	1.407
Préstamos	25	26	26	24	29	28	26	23	22
Acciones y otras participaciones	4.315	4.296	3.885	3.349	3.700	3.921	4.559	4.956	5.182
Acciones cotizadas	1.256	1.221	926	630	774	832	1.001	1.192	1.296
Acciones no cotizadas y otras participaciones	1.522	1.523	1.470	1.351	1.437	1.592	1.918	2.119	2.195
Participaciones en fondos de inversión	1.537	1.553	1.489	1.368	1.488	1.497	1.640	1.645	1.692
Reservas de seguro de vida y de fondos de pensiones	2.744	2.982	3.148	3.281	3.541	3.849	4.279	4.604	4.723
Otros activos financieros ³⁾	246	280	290	329	330	343	274	285	295
Pasivos	3.346	3.593	3.819	4.060	4.336	4.678	5.055	5.437	5.631
Préstamos	3.016	3.236	3.420	3.667	3.929	4.257	4.633	5.017	5.200
Reservas de fondos de pensiones	21	22	24	26	28	30	32	33	33
Otros pasivos ⁴⁾	309	334	375	368	379	391	389	387	398
Riqueza financiera neta	9.293	9.420	9.194	8.890	9.408	9.954	10.812	11.503	11.774

Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).

1) Ajuste neto por la variación en la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones (pendientes de cobro-pago).

2) Variaciones de existencias, adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos y de activos no financieros no producidos (por ejemplo, terrenos).

3) Otras cuentas pendientes de cobro, y reservas para primas y reservas para siniestros.

4) Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

Uno de los grandes logros de las cuentas trimestrales de la zona del euro es que ahora se dispone de las cuentas financieras completas, que incluyen las operaciones financieras, las ganancias o pérdidas en las tenencias y otras variaciones, así como los balances con una desagregación total por instrumentos también para el sector hogares (véase cuadro 2). Las adquisiciones netas de activos financieros de los hogares se refieren, principalmente, al efectivo y los depósitos (45% en los cuatro trimestres que abarca el cuadro 1), los valores distintos de acciones (9%) las reservas de seguros de vida y de fondos de pensiones (39%), las acciones cotizadas (0%), las acciones no cotizadas y otras participaciones (5%) y las participaciones en fondos de inversión (-3%). Los pasivos netos contraídos se componen, fundamentalmente, de préstamos (por ejemplo, para vivienda), concedidos en su mayoría por IFM.

3 LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO COMO MARCO COMPLEMENTARIO DEL ANÁLISIS ECONÓMICO, FINANCIERO Y MONETARIO

La publicación de cuentas trimestrales integradas para la zona del euro en su conjunto es un hito importante y una gran ayuda para los economistas y los responsables de las políticas económicas, que han de realizar una evaluación exhaustiva de la evolución económica y monetaria. Una de las principales características de las cuentas es que abarcan prácticamente todos los flujos financieros y no financieros e integran la información dentro de un único marco contable. Aunque las cuentas se publican algo más tarde que las estadísticas primarias en las que se basan, la coherencia del marco contable es un instrumento útil para verificar dichas estadísticas y entender la evolución de la economía en su conjunto. Por ejemplo, en el caso de los hogares, las cuentas mejoran el análisis de algunos elementos importantes de la demanda, como el consumo y la inversión residencial, en la medida en que permiten comparar los datos con las diversas fuentes de renta (tanto del trabajo como otras rentas, incluidos los dividendos y los intereses a cobrar) y con las consiguientes variaciones de la riqueza financiera neta (tanto las ope-

raciones financieras como las ganancias o pérdidas en las tenencias de los activos de los hogares). Todos estos factores podrían afectar al consumo de los hogares, a su ahorro y a sus decisiones en materia de inversión. De igual modo, para las sociedades no financieras, las cuentas ofrecen un marco para describir y entender las relaciones entre la evolución de la rentabilidad, los pagos de dividendos y las inversiones financieras y no financieras, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Además, presentan una panorámica de la evolución de todos los sectores, lo que permite una mejor comprensión de las relaciones entre ellos, por ejemplo, en lo relativo a los flujos de dividendos entre las empresas y los hogares, y a los pagos e ingresos de impuestos, cotizaciones sociales y prestaciones entre las Administraciones Públicas y otros sectores. Esta exhaustividad permite entender mejor la evolución de la economía en su conjunto.

En las secciones siguientes se ilustra la utilidad de las cuentas de la zona del euro volviendo a examinar algunas de las cuestiones del análisis económico y monetario de la zona, a las que las autoridades se enfrentaron recientemente, y mostrando cómo los nuevos datos pueden arrojar más luz al respecto. En el primer ejemplo se analiza el rápido aumento del ahorro de los hogares a comienzos de la presente década y se examina cómo los nuevos datos sobre flujos de renta y evolución de la riqueza permiten entender mejor este fenómeno. En el segundo, se clarifican las fuentes de financiación de que disponía el sector de sociedades no financieras para financiar la inversión en activos financieros en los últimos años. En el tercero, se recurre a las nuevas cuentas para analizar de nuevo el fuerte aumento del crecimiento de M3 entre los años 2001 y 2003. Dado que las series históricas disponibles son todavía relativamente cortas, es inevitable que el debate se sustente, principalmente, en una evaluación descriptiva. A medida que el conjunto de datos se amplíe con el tiempo, aumentará también su valor para la investigación y el análisis econométricos. No obstante, los casos prácticos que se examinan aquí son ilustrativos de cómo los nuevos datos permiten comprender mejor la evolución económica y monetaria.

Gráfico 1 Renta, consumo y ahorro bruto de los hogares

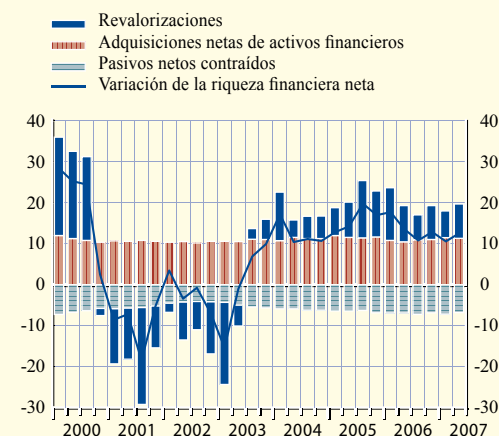
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).
1) Ahorro bruto de los hogares en porcentaje de la renta disponible bruta; media móvil de cuatro trimestres.

Gráfico 2 Variación de la riqueza financiera neta de los hogares

(variación en porcentaje de la renta disponible bruta; media móvil de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).

(I) EVOLUCIÓN DEL AHORRO DE LOS HOGARES

Entre el segundo trimestre del 2000 y el segundo trimestre del 2002, la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro aumentó de forma significativa, desde el 13,5% hasta el 14,8%, mientras que la tasa de crecimiento interanual del consumo en términos nominales se redujo desde el 6,3% hasta el 2,3% (véase gráfico 1)⁶. En los párrafos siguientes se analizan las posibles causas del incremento de la tasa de ahorro en la zona del euro durante ese período.

La teoría económica aporta diversas motivaciones para las decisiones de consumo y ahorro de los hogares. Un principio básico es que los hogares basan sus decisiones de consumo en la renta que esperan obtener a lo largo de toda su vida (es decir, la renta permanente), teniendo en cuenta no sólo su renta corriente, sino también la esperada. A este respecto, el ahorro de los hogares es un medio de suavizar la evolución del consumo ante las variaciones de los ingresos tanto en un horizonte a largo plazo (por ejemplo, ahorrando para la jubilación), como en períodos más cortos (en el caso de que se produzcan fluctuaciones temporales o imprevistas de la renta). Sin embargo, las fluctuacio-

nes del crecimiento de la renta podrían no ser el único factor determinante de una variación de las tasas de ahorro. En el caso de algunos hogares, los niveles de ahorro se ven afectados por la evolución de su riqueza financiera y no financiera, ya que las variaciones de los precios de sus activos netos podrían representar una fuente adicional de su poder adquisitivo corriente y futuro. Además, el grado de incertidumbre inherente a la renta futura —por ejemplo, en relación con las perspectivas de empleo o las pensiones— podría llevar a los hogares a mantener una reserva mayor o menor para hacer frente a reducciones (imprevistas) de la renta futura (ahorro por motivo de precaución). Por último, los cambios en las finanzas públicas también pueden ser un factor importante para explicar el comportamiento en materia de ahorro. Los cambios en el régimen tributario, por ejemplo, pueden afectar a las percepciones de los consumidores respecto a su renta permanente. Por otro lado, éstos podrían reaccionar frente a cambios en el nivel del déficit público, ajustando su

6 Véase una panorámica más amplia de la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro en el informe elaborado conjuntamente por el BCE y la OCDE titulado «Comparison of household saving ratios», que puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/comparisonhouseholdssavingseujsjpn.pdf>.

ahorro para compensar las modificaciones de los tipos impositivos que esperan tener que pagar en el futuro, cuando el Estado tenga que amortizar sus deudas (la llamada equivalencia de Ricardo).

Hasta la introducción de las cuentas de la zona del euro, el análisis del ahorro de los hogares de la zona se basaba en la agregación de los datos individuales de los países, que no estaban totalmente armonizados. Otra de las nuevas características es que las cuentas permiten analizar de forma simultánea tanto los factores financieros (por ejemplo, la riqueza) como los no financieros (por ejemplo, la renta) que influyen en el ahorro dentro de un marco completo e integrado.

Por lo que respecta a la evolución durante el período analizado, las cuentas de la zona del euro indican que el incremento de la tasa de ahorro bruta de los hogares a comienzos de la década tuvo relación, al menos inicialmente, con una reducción del crecimiento del consumo, que precedió y a la vez superó a la reducción del crecimiento de la renta disponible (véase gráfico 1). Cuando se producen fluctuaciones transitorias de la renta, cabe esperar que el ahorro se reduzca en las fases de desaceleración económica, ya que, en este escenario, los hogares tienen que ajustar su consumo. Es posible, por lo tanto, que la variación del ahorro indicase una reevaluación más profunda de las expectativas de los hogares respecto al crecimiento futuro de su renta. El crecimiento económico experimentó una acusada desaceleración entre los años 2000 y 2002: el crecimiento interanual del PIB real se redujo del 4% en el 2000 al 0,9% en el 2002, se estancó el crecimiento del empleo y la tasa de paro se fue incrementando de forma sostenida desde un mínimo del 7,8% en enero del 2001 hasta llegar al 8,5% en diciembre del 2002. Todo esto sucedió en un entorno de creciente incertidumbre geopolítica. En este contexto, los hogares podrían haber reevaluado sus expectativas respecto a los flujos de renta y, como resultado, habrían incrementado su ahorro.

Otro factor que podría haber estimulado a los hogares a incrementar el ahorro bruto tiene que ver con las notables pérdidas en la riqueza financiera experimentadas por el sector⁷. Las cuentas de la zona

del euro proporcionan ahora información coherente sobre los cambios de valoración de las posiciones de los hogares en activos financieros y pasivos. En el gráfico 2 se observa que la riqueza financiera neta de los hogares se redujo de forma acusada hacia finales del 2000. En el 2001 y en el 2002, la ratio de riqueza financiera neta de los hogares (medida en relación con su renta disponible) se redujo un 4,8% y un 6,3%, respectivamente. El grueso de esta pérdida se debió a la caída de los precios de las acciones. Las estimaciones de la propensión marginal al consumo de la riqueza financiera y no financiera de la zona del euro indican que una caída permanente de la riqueza de 1 euro se traduce en una reducción del consumo de entre 3 y diez céntimos⁸. Naturalmente, el impacto real sobre el consumo depende de que los hogares consideren o no estas variaciones de la riqueza como algo permanente. Sin embargo, la magnitud de las pérdidas registradas durante este período podría haber llevado a los hogares a reconsiderar sus expectativas respecto a su renta permanente: a su vez, ello podría haber obligado a reducir el crecimiento del consumo hasta niveles más sostenibles. Además, la caída de los precios de las acciones posiblemente incrementó la percepción de riesgo de los hogares. Esa incertidumbre podría haberse visto intensificada por las tensiones geopolíticas después de septiembre del 2001, lo que dio lugar a un aumento del ahorro por motivo de precaución. De hecho, las cuentas de la zona del euro muestran que, durante el año 2001, los hogares desplazaron su inversión financiera hacia activos de menor riesgo, como el efectivo, los depósitos y los fondos del mercado monetario, en detrimento de las acciones y otras participaciones.

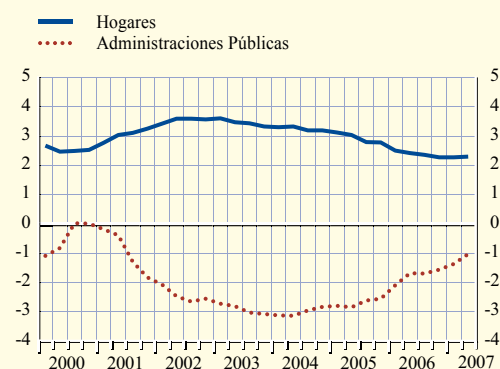
Otra posibilidad es que se tratara de una reacción parcial de los hogares frente a las variaciones de los déficit públicos. Partiendo de una situación de capacidad/necesidad de financiación bastante equilibrada en el año 2000, las necesidades de financiación netas de las Administraciones Públicas

7 Las actuales cuentas de la zona del euro sólo proporcionan información sobre la riqueza financiera. Otro componente clave de la riqueza de los hogares es el *stock* de viviendas, cuyas variaciones de precio también pueden haber influido en el comportamiento de este sector.

8 Altissimo et al, «Wealth and asset price effects on economic activity», Occasional Paper n.º 29 del BCE, junio del 2005.

Gráfico 3 Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de los hogares y de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB; media móvil de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).

de la zona del euro aumentaron, en promedio, hasta el 2,6% del PIB en el 2002. En la medida en que proporcionan un marco contable coherente e integrado, las cuentas de la zona del euro constituyen una base útil para entender las relaciones económicas que existen entre los hogares y las Administraciones Públicas. Con la reducida muestra disponible, las cuentas integradas indican que existe una correlación negativa entre los movimientos de los superávit y los déficit de ambos sectores (véase gráfico 3). Aunque la tasa de crecimiento de los impuestos sobre la renta que pagan los hogares se ha reducido (la proporción de la renta disponible dedicada al pago de impuestos bajó del 15,1% en el año 2000 al 14,4% en el 2002), es posible que los consumidores adaptasen sus pautas de ahorro conscientes de que el aumento de los déficit públicos podría obligarles a pagar impuestos más altos en el futuro. Es lo que podría haber ocurrido concretamente durante este período, dada la inquietud generalizada respecto al futuro de los sistemas de seguridad social en muchos países.

En conjunto, son varios los factores que influyeron en el ahorro de los hogares a comienzos de la década, incluidos su reacción frente a la desaceleración del crecimiento en toda la economía, el aumento de la incertidumbre geopolítica, las reducciones de la riqueza y la creciente inquietud

respecto al incremento de los déficit públicos asociada a los debates sobre la sostenibilidad de los sistemas de pensiones. Las nuevas cuentas de la zona del euro ayudan a ilustrar algunas de estas cuestiones que afectaron a los hogares en esa época. Concretamente, aportan datos de mejor calidad y permiten analizar tanto los factores financieros como los no financieros en un marco completo e integrado.

(II) EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN FINANCIERA Y DE LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El sector de sociedades no financieras ha obtenido un elevado volumen de financiación ajena en los últimos años, a pesar de haber generado considerables recursos propios. Además, el crecimiento de la financiación ajena es mayor de lo que podrían explicar las necesidades de financiación del sector derivadas de la inversión en capital fijo. Es probable que estos recursos adicionales se hayan obtenido para financiar inversiones directas en el exterior y otras inversiones financieras. De hecho, aunque no ofrecen una panorámica completa, las fuentes de datos anteriormente disponibles indicaban que esa financiación ajena adicional se dedicó a inversión financiera, especialmente en acciones. Los datos sobre fusiones y adquisiciones indicaban una considerable necesidad de financiación ajena, en particular, en los años 2000 y 2001.

Las nuevas estadísticas de las cuentas de la zona del euro proporcionan una cobertura más completa del comportamiento tanto financiero como no financiero del sector de sociedades no financieras. Concretamente, antes sólo se disponía de datos sobre inversión financiera para el sector privado no financiero en su conjunto, mientras que ahora se presenta un detalle adicional por sectores y se han incluido otros instrumentos como las acciones no cotizadas. La inversión financiera y los datos sobre financiación figuran en el gráfico 4, en el que puede observarse que la financiación ajena más la financiación interna (es decir, los beneficios no distribuidos más las transferencias netas de capital a cobrar) es igual a la suma de la inversión financiera y no financiera⁹. Las cuentas de la zona del euro

muestran que, desde finales de 1999, la inversión financiera de las sociedades no financieras ha superado constantemente a su inversión no financiera. Durante este período, la inversión financiera, y en particular la adquisición de acciones y otras participaciones, parece haber determinado la demanda de financiación ajena de este sector, mientras que la inversión no financiera se ha mantenido relativamente estable.

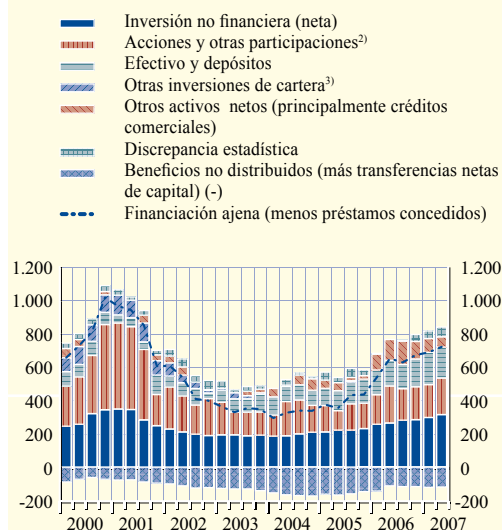
La inversión financiera alcanzó un máximo en el 2000. En el período 2000-2001 consistió, principalmente, en la adquisición de acciones y otras participaciones —principalmente en el contexto de fusiones y adquisiciones en el ámbito nacional y en el internacional— y, en menor medida, en inversiones en otros activos financieros, como depósitos, valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión. Con el estallido de la burbuja de la «nueva economía», la inversión en acciones y otras participaciones, así como las otras inversiones de cartera registraron una acusada caída y se mantuvieron relativamente

estables hasta hace poco. Desde mediados del 2005, en un contexto de mejora de la situación económica, la inversión financiera ha vuelto a aumentar paulatinamente, impulsada en parte por la inversión en acciones y otras participaciones. En el gráfico 5 puede observarse que, desde finales de 1999, la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) ha seguido una trayectoria similar a la de las fusiones y las adquisiciones¹⁰.

- 9 La siguiente identidad se presenta en el gráfico 4: financiación ajena = inversión no financiera + inversión financiera – (beneficios no distribuidos más transferencias netas de capital), siendo la inversión financiera = acciones y otras participaciones + efectivo y depósitos + otras inversiones de cartera + resto de activos netos (principalmente créditos comerciales).
- 10 Las diferencias entre los dos conjuntos de datos se deben a los siguientes factores: a) la cobertura parcial (aunque amplia) de la base de datos Zephyr; b) la inclusión de las operaciones en forma de fusiones simples en esa base de datos, que no necesariamente habrían de traducirse en la adquisición de acciones para el sector en su conjunto, como se indica en las cuentas de la zona del euro, y c) la inclusión de formas de inversión de cartera en la estadísticas de las cuentas de la zona que no corresponden a operaciones de fusión y adquisición.

Gráfico 4 Datos ajustados de inversión financiera y financiación de las sociedades no financieras¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).

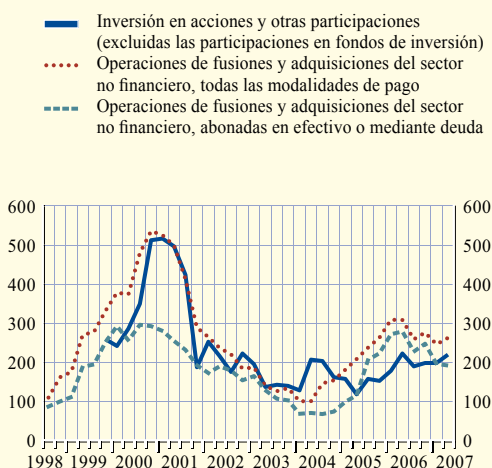
1) Los préstamos relativos a la inversión financiera (que consisten principalmente en préstamos entre empresas relacionadas) no se incluyen en la inversión financiera y en la financiación.

2) «Acciones y otras participaciones» excluye las participaciones en fondos de inversión.

3) «Otras inversiones de cartera» incluye valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión.

Gráfico 5 Fusiones y adquisiciones e inversión financiera en acciones y otras participaciones por las sociedades no financieras

(mm de euros; operaciones acumuladas de cuatro trimestres)



Fuentes: Zephyr by Bureau van Dijk (desde el año 2000), Thompson Financial Datastream (antes del 2000), y BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).

Nota: Acciones y otras participaciones excluyen las participaciones en fondos de inversión (que no se corresponden con las operaciones de fusiones y adquisiciones). Los datos de operaciones de fusiones y adquisiciones incluyen las fusiones simples (que conllevan el intercambio de acciones y podrían ser neutrales para los flujos financieros, y que fueron numerosas en 1999-2000), ya que no era posible distinguirlas de otras operaciones.

Es interesante señalar que el incremento de la inversión financiera desde mediados del 2005 es resultado no sólo de un repunte de la inversión en acciones y otras participaciones, sino también de un aumento de la acumulación de medios de pago (efectivo y depósitos) por parte del sector de sociedades no financieras. Aunque, en un principio, esta acumulación podría haber sido impulsada por los bajos costes de oportunidad de las tenencias de efectivo en la zona del euro, los notables flujos de efectivo y depósitos observados recientemente pueden ser también una señal de planificación de nuevas inversiones, bien de carácter no financiero en capacidad de producción de la zona del euro, o de carácter financiero en forma de un aumento de las absorciones, lo cual es coherente con la evidencia reciente de los datos de los balances sobre las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro¹¹.

Las cuentas de la zona del euro confirman que las sociedades no financieras han obtenido fondos principalmente de fuentes ajenas para financiar inversiones financieras. Asimismo, indican que, a pesar del aumento de las ganancias, los beneficios no distribuidos de estas sociedades no han crecido en la misma proporción, ya que las empresas han decidido distribuir un porcentaje mayor de sus beneficios a los propietarios. Por lo tanto, el aumento de los beneficios no se ha traducido en un crecimiento equivalente de los fondos disponibles

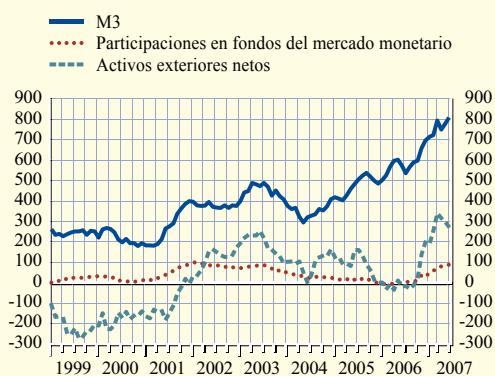
para financiación interna, sino que ha estado asociado a un recurso continuo a la financiación ajena, a fin de financiar no solo las inversiones no financieras, sino también, cada vez más, las inversiones financieras.

(III) DESPLAZAMIENTOS EN LAS CARTERAS HACIA LOS ACTIVOS MONETARIOS

En el año 2001, el reto al que tuvo que enfrentarse el análisis monetario del BCE era explicar el acusado aumento del crecimiento de M3 en un entorno que, inicialmente, experimentó un deterioro como resultado de la corrección del auge de la «nueva economía» y, hasta mediados del 2003, se caracterizó por una intensificación de la incertidumbre económica, financiera y geopolítica. La información de las estadísticas disponibles en ese momento —principalmente balances de las IFM y estadísticas de emisiones de valores y de balanza de pagos— mostraba que el aumento general del crecimiento de M3 durante este período reflejaba desplazamientos en la cartera de los sectores tenedores de dinero, que cambiaron valores no monetarios por activos monetarios líquidos y seguros. En las estadísticas de los balances de las IFM estos desplazamientos coincidieron, entre otras cosas, con un considerable incremento de la posición neta exterior de las IFM, que reflejaba ventas de activos exteriores por los sectores tenedores de dinero de la zona del euro canalizadas a través de esas instituciones (véase gráfico 6)¹². Una gran parte de los desplazamientos dentro de la cartera fue a parar a participaciones en fondos del mercado monetario, que los inversores utilizan normalmente para aparcar recursos en períodos de fuerte incertidumbre¹³.

Gráfico 6 M3, participaciones en fondos del mercado monetario y posición neta exterior de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de doce meses)



Fuente: BCE.

- 11 Véase el recuadro titulado «¿Por qué han aumentado las tenencias de efectivo de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro en los últimos tres años?» en el Boletín Mensual de septiembre del 2006.
- 12 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Contrapartidas de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia activos monetarios registrados entre el 2001 y el 2003» del artículo «Análisis monetario en tiempo real» publicado en el Boletín Mensual de octubre del 2004.
- 13 Véase un análisis más detallado en el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre» publicado en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

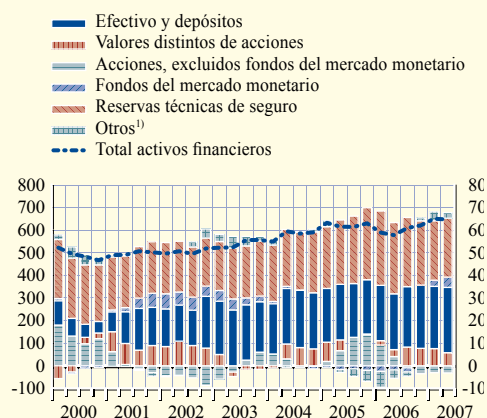
Desde la perspectiva actual, las cuentas de la zona del euro que ahora se publican podrían haber aportado relevante información adicional sobre las tendencias de valores no monetarios de los sectores no financieros y, lo que es incluso más importante, sobre el detalle por sectores de los desplazamientos en la cartera. Debido a las limitaciones de los datos, en su momento el análisis de estos desplazamientos se hizo sólo para el sector de tenedores de dinero en su conjunto, aunque siempre se consideró que estaban determinados, principalmente, por los cambios que experimentaron las inversiones financieras del sector hogares¹⁴. Un análisis por sectores puede arrojar más luz sobre los riesgos que para la estabilidad de precios se pueden extraer de la evolución monetaria. Por ejemplo, la evolución de las tendencias de activos monetarios de los hogares puede tener una relación más estrecha con la inflación de los precios de consumo que las tendencias de los intermediarios financieros no monetarios, como los fondos de inversión y los fondos de titulización o las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

Las cuentas de la zona del euro indican que, antes del período en el que se produjeron los desplazamientos en la cartera, los hogares representaban casi la mitad de las tendencias de participaciones en fondos del mercado monetario en poder de los sectores tenedores de dinero y que, al iniciarse dichos desplazamientos, los hogares aumentaron también sus tendencias de estos instrumentos más rápidamente que los otros sectores residentes. Así pues, los hogares concentraron la mayor parte del fuerte aumento del crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario en el 2001, contribuyendo sustancialmente al dinamismo general de la evolución monetaria.

Las nuevas cuentas de la zona del euro agrupan las diferentes inversiones del sector hogares en un marco coherente y, por lo tanto, permiten analizar directamente los componentes de la cartera del sector que puedan haberse desplazado hacia otros tipos de instrumentos. Por ejemplo, los datos indican que las inversiones totales del sector se mantuvieron, en general, estables durante el período 2001-2003, pero también que esta evolución ocultaba una clara reducción de las inversiones en accio-

Gráfico 7 Inversión financiera del sector hogares de la zona del euro

(mm de euros; operaciones acumuladas de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat (Cuentas de la zona del euro).
1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

nes y otras participaciones y, en menor medida, en productos relacionados con los seguros y las pensiones. Esta reducción se compensó con un notable incremento en la adquisición de efectivo, depósitos y fondos del mercado monetario; estos últimos se han excluido de acciones y otras participaciones para captar mejor la dinámica de los activos monetarios (véase gráfico 7).

En este contexto, las cuentas de la zona del euro muestran el papel dominante de los hogares en los desplazamientos en la cartera registrados entre el 2001 y el 2003. Por lo tanto, esta información podría haber facilitado una explicación basada en el comportamiento de los inversores y los desplazamientos en sus carteras frente a las explicaciones que se dieron en su momento para el conjunto de los sectores tenedores de dinero. Sin embargo, al considerar este papel más destacado de las cuentas trimestrales de la zona del euro para el análisis monetario, también es importante observar que la primera evaluación de la evolución monetaria basada en las estadísticas mensuales de los balances

14 El detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales, que ahora se publica regularmente como parte de las estadísticas de los balances de las IFM no estuvo disponible hasta el año 2004.

de las IFM se está realizando actualmente unos tres meses antes de que las nuevas estadísticas estén disponibles. Además, dado que las cuentas de la zona del euro se revisan a medida que se dispone de nueva información, los elementos adicionales del análisis de las carteras por sectores basados en los datos de dichas cuentas podrían estar sujetos a revisiones de mayor magnitud que los elementos que se basan en los datos de los balances de las IFM.

4 CONCLUSIONES

La cuentas de la zona del euro proporcionan detalles adicionales para el análisis de la evolución macroeconómica por sectores institucionales y, al mismo tiempo, un marco integrado para complementar y combinar la información derivada de otras estadísticas que se publican con mayor prontitud. En este artículo se han presentado algunos ejemplos de la utilidad de las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro en el BCE. Dichos ejemplos muestran cómo las cuentas arrojan mayor luz sobre diversos aspectos de la evolución económica, financiera y monetaria que las estadísticas sólo habían revelado parcialmente en el pasado. Concretamente, los datos detallados sobre la renta de los hogares, así como la cobertura completa de las inversiones financieras y la financiación tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, ya han mejorado el análisis en el BCE. El análisis de los desplazamientos en la cartera entre activos monetarios y otros instrumentos financieros puede basarse ahora en una cobertura completa de las inversiones financieras por sectores institucionales. El análisis del ahorro de los hogares y de la financiación de las sociedades no financieras también se apoya en los nuevos detalles sobre las operaciones no financieras, así como en la cobertura, ahora completa, de las cuentas financieras, lo que demuestra claramente la utilidad de las cuentas financieras y no financieras integradas por sectores institucionales.

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	12,5	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,7	3,08	3,86
2006 IV	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,5	3,59	3,86
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,0	3,82	4,08
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	17,5	4,07	4,42
III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	.	4,49	4,48
2007 May	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	17,9	4,07	4,37
Jun	6,1	9,5	11,0	11,1	10,8	18,1	4,15	4,66
Jul	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	19,6	4,22	4,63
Ago	6,7	10,5	11,6	11,5	11,2	19,4	4,54	4,43
Sep	6,1	10,2	11,3	.	11,0	.	4,74	4,37
Oct	.	.	.	.	.	.	4,69	4,40

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	2,7	1,5	1,3	81,2	0,9	8,9
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	8,3
2007 I	1,9	2,9	2,3	3,2	3,9	84,6	1,8	7,7
II	1,9	2,4	2,5	2,5	2,6	84,6	1,7	7,5
III	1,9	2,1	.	.	.	84,3	.	7,4
2007 May	1,9	2,4	-	-	2,7	-	-	7,5
Jun	1,9	2,3	-	-	2,3	-	-	7,5
Jul	1,8	1,8	-	-	3,9	84,3	-	7,4
Ago	1,7	1,8	-	-	4,4	-	-	7,4
Sep	2,1	2,7	-	-	.	-	-	7,3
Oct	2,6	.	-	-	.	84,2	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,2	1,2441
2006	0,4	28,6	-158,8	263,5	325,8	103,6	104,5	1,2556
2006 IV	22,5	17,8	-59,4	120,4	325,8	104,6	105,4	1,2887
2007 I	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,1	1,3106
II	1,2	20,3	-69,1	69,5	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	.	.	.	.	340,5	107,6	108,2	1,3738
2007 May	-9,7	4,4	-24,2	2,5	327,4	107,3	107,9	1,3511
Jun	13,9	11,3	-37,4	70,6	325,3	106,9	107,4	1,3419
Jul	5,7	9,4	0,1	30,2	328,8	107,6	108,2	1,3716
Ago	0,9	3,9	-8,5	13,3	330,4	107,1	107,7	1,3622
Sep	.	.	.	.	340,5	108,2	108,8	1,3896
Oct	.	.	.	.	.	109,4	110,0	1,4227

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 12 octubre	2007 19 octubre	2007 26 octubre	2007 2 noviembre
Oro y derechos en oro	185.975	185.849	185.723	185.539
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	143.403	146.648	142.191	144.413
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.352	20.538	23.817	22.835
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	16.191	17.020	18.128	18.010
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	483.006	436.005	447.025	435.011
Operaciones principales de financiación	218.001	171.000	182.000	170.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	265.004	265.004	265.004	265.005
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	0	2	5
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	1	19	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	15.093	15.155	15.409	17.494
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	96.640	95.791	95.836	95.696
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.122	37.122	37.122	37.110
Otros activos	288.336	295.199	298.253	300.153
Total activo	1.289.118	1.249.327	1.263.504	1.256.261

2. Pasivo

	2007 12 octubre	2007 19 octubre	2007 26 octubre	2007 2 noviembre
Billetes en circulación	640.610	638.698	637.770	643.503
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	231.957	193.512	191.911	192.208
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	201.626	192.790	191.746	191.974
Facilidad de depósito	316	708	155	219
Depósitos a plazo	30.001	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	14	14	10	15
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	139	141	150	185
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	64.515	61.634	76.606	58.289
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	25.028	25.153	25.394	27.342
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	293	336	215	326
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	19.098	19.667	18.611	19.709
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.398	5.398	5.398	5.398
Otros pasivos	102.126	104.833	107.491	109.342
Cuentas de revalorización	131.060	131.060	131.060	131.060
Capital y reservas	68.894	68.895	68.898	68.899
Total pasivo	1.289.118	1.249.327	1.263.504	1.256.261

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito		
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación	
			3	4				5	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 11 Jul	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
12	406.119	381	269.000	4,00	4,14	4,17	7
19	356.281	371	155.000	4,00	4,15	4,16	7
26	368.995	378	190.000	4,00	4,27	4,29	7
3 Oct	298.721	316	163.000	4,00	4,14	4,16	7
10	322.684	342	218.000	4,00	4,12	4,16	7
17	283.439	349	171.000	4,00	4,11	4,14	7
24	304.089	348	182.000	4,00	4,11	4,14	7
31	287.241	308	170.000	4,00	4,14	4,16	7
7 Nov	275.580	300	160.000	4,00	4,14	4,15	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 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
13 Sep	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84
1 Nov	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91

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 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
11	Captación de depósitos a plazo fijo	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1
9 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	40.235	18	24.500	4,00	-	-	-	1
12	Captación de depósitos a plazo fijo	40.080	22	30.000	4,00	-	-	-	5

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8
2007 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
Jul	16.822,3	8.955,9	694,0	2.089,3	1.392,1	3.690,9
Ago	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 I	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
II	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
2007 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	192,7	0,9	0,0	4,09
9 Oct	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 Nov	193,7	.	.	.	.

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											
	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⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	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 II	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
2007 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
11 Sep	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
9 Oct	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3

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	212,2
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	267,4
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	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
Ago	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
Sep ³⁾	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
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	798,1	9.599,9	5.215,7	3.744,8	1.291,6	733,9	1.719,3	95,0	1.352,8	4.902,8	200,6	1.938,1
Jun	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,6	3.759,0	1.281,7	761,2	1.716,1	96,6	1.273,9	4.888,9	201,7	2.070,9
Jul	28.140,3	15.881,4	799,7	9.809,8	5.271,9	3.774,4	1.257,7	777,0	1.739,7	97,1	1.260,1	4.928,0	198,2	2.001,2
Ago	28.161,4	15.964,3	793,1	9.848,9	5.322,3	3.741,9	1.228,5	780,4	1.733,0	95,5	1.248,4	4.917,6	198,4	1.995,4
Sep ³⁾	28.481,4	16.162,6	793,1	9.947,1	5.422,4	3.748,1	1.214,3	802,3	1.731,5	95,6	1.255,5	4.880,4	199,7	2.139,4

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	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
Ago	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
Sep ³⁾	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
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	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2007 Abr	27.479,0	-	13.693,8	131,9	8.111,2	5.450,8	778,8	4.447,9	1.546,8	4.408,1	2.603,6
May	27.847,8	-	13.850,8	152,6	8.177,2	5.521,0	797,5	4.502,3	1.547,6	4.519,8	2.629,7
Jun	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,3	1.551,2	4.451,9	2.723,2
Jul	28.140,3	-	14.038,9	126,8	8.324,5	5.587,7	809,7	4.549,1	1.568,3	4.498,3	2.675,9
Ago	28.161,4	-	14.042,7	120,6	8.319,4	5.602,6	801,7	4.576,4	1.567,7	4.539,2	2.633,8
Sep ³⁾	28.481,4	-	14.244,3	144,0	8.407,3	5.692,9	777,5	4.574,2	1.580,2	4.525,9	2.779,2

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
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	21.219,3	10.416,7	816,2	9.600,5	2.241,2	1.505,1	736,0	928,0	5.256,8	215,9	2.160,7
Jun	21.414,0	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,3	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
Jul	21.462,9	10.627,9	817,4	9.810,4	2.253,7	1.474,6	779,2	865,9	5.285,5	213,8	2.216,1
Ago	21.453,4	10.660,4	810,9	9.849,5	2.228,5	1.446,0	782,5	854,2	5.278,2	214,0	2.218,2
Sep ^(p)	21.702,5	10.758,7	810,9	9.947,7	2.238,1	1.433,6	804,5	856,4	5.249,2	215,3	2.384,9
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	271,4	69,4	-5,2	74,6	60,5	36,4	24,1	6,3	78,9	1,0	55,3
Jun	211,3	120,1	-0,6	120,7	19,9	-8,7	28,6	-47,0	-5,4	1,2	122,5
Jul	77,2	101,5	1,4	100,1	-4,2	-20,8	16,5	-10,7	64,1	-3,3	-70,2
Ago	-12,7	32,8	-6,6	39,4	-26,1	-29,9	3,8	-10,2	-11,2	0,1	1,9
Sep ^(p)	324,8	110,4	0,2	110,2	12,6	-10,8	23,4	1,6	32,9	1,4	165,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	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	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
2007 Abr	20.919,1	594,7	173,9	8.131,0	681,9	2.710,9	1.345,1	4.451,2	2.838,5	-8,0
May	21.219,3	597,6	199,8	8.198,6	702,5	2.750,7	1.316,4	4.562,2	2.878,4	13,2
Jun	21.414,0	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.772,9	1.346,8	4.502,9	2.968,8	-4,1
Jul	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,2	2.920,8	7,8
Ago	21.453,4	610,5	173,6	8.336,9	706,1	2.807,0	1.368,3	4.586,1	2.884,2	-19,3
Sep ^(p)	21.702,5	610,4	195,7	8.426,5	681,9	2.804,8	1.386,1	4.574,2	3.047,5	-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	157,1	54,5	117,5	39,0	292,5	196,8	6,9
2007 Abr	307,1	6,3	-9,9	57,3	17,6	19,0	-4,0	191,6	46,6	-17,4
May	271,4	2,8	25,9	65,4	16,0	34,0	-28,3	91,2	45,4	19,0
Jun	211,3	7,3	21,2	102,4	-3,1	19,4	35,2	-52,2	91,0	-10,0
Jul	77,2	8,0	-41,5	47,1	14,4	5,0	19,2	58,1	-48,8	15,8
Ago	-12,7	-2,3	-6,5	-10,3	-6,9	31,9	3,8	40,5	-35,0	-27,8
Sep ^(p)	324,8	-0,1	22,1	102,1	-25,1	16,1	13,4	53,8	137,8	4,7

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

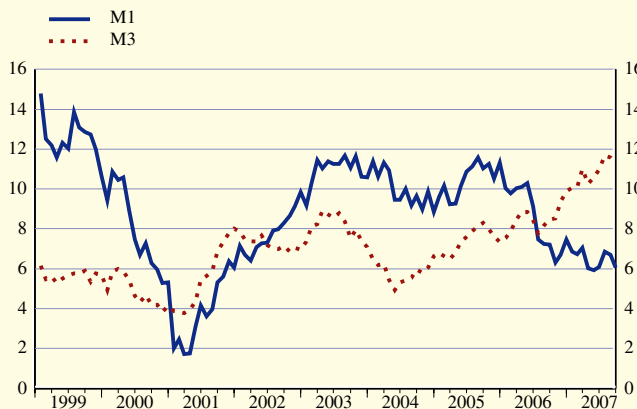
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	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	425,8	
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	636,8	
2007 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9	
2007 Abr	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.189,7	8.036,2	-	5.634,7	2.277,1	11.095,8	9.516,8	729,7	
May	3.768,7	3.127,9	6.896,6	1.217,3	8.113,9	-	5.654,9	2.314,2	11.212,1	9.592,5	726,8	
Jun	3.785,1	3.170,7	6.955,8	1.228,6	8.184,4	-	5.727,7	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,2	
Jul	3.805,4	3.228,3	7.033,8	1.235,6	8.269,3	-	5.765,6	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,6	
Ago	3.825,2	3.273,8	7.099,0	1.243,1	8.342,1	-	5.795,3	2.265,6	11.553,0	9.888,8	696,1	
Sep ^(p)	3.819,7	3.317,4	7.137,0	1.261,6	8.398,6	-	5.783,9	2.253,1	11.642,3	9.956,6	670,0	
Operaciones												
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,7	
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,5	
2007 I	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	127,1	
2007 Abr	-5,5	43,9	38,4	0,5	38,9	-	35,0	-22,5	122,9	79,2	-24,2	
May	27,9	20,6	48,4	22,1	70,5	-	15,4	37,3	109,1	76,5	-3,0	
Jun	15,3	43,6	58,8	9,8	68,6	-	75,3	-15,2	122,6	99,9	2,6	
Jul	21,0	58,8	79,8	7,7	87,4	-	42,3	-11,9	119,3	101,3	3,3	
Ago	19,4	45,2	64,6	10,4	75,0	-	26,8	-22,1	118,5	106,3	-33,0	
Sep ^(p)	-2,6	47,9	45,3	21,7	66,9	-	3,7	-10,8	102,2	79,8	-30,0	
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	0,7	
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,5	
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,2	-4,9	10,9	10,6	339,7	
2007 Abr	6,0	12,4	8,8	19,4	10,3	10,6	9,1	-5,6	10,8	10,4	317,0	
May	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,8	-3,1	11,1	10,4	298,4	
Jun	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,4	-3,8	11,6	10,8	272,5	
Jul	6,8	15,0	10,4	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	273,5	
Ago	6,7	15,3	10,5	17,9	11,6	11,5	9,3	-4,2	11,8	11,2	245,0	
Sep ^(p)	6,1	15,5	10,2	18,0	11,3	.	8,8	-4,3	11,6	11,0	207,3	

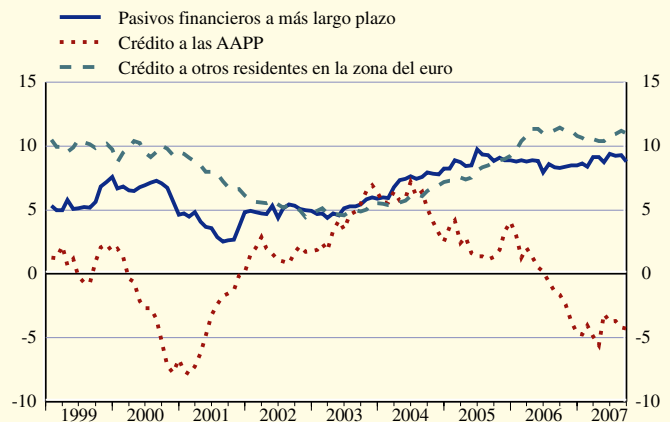
C1 Agregados monetarios¹⁾

(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.

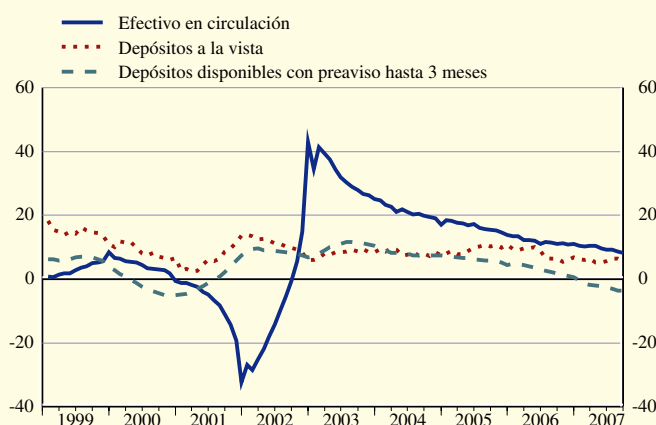
2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

(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)

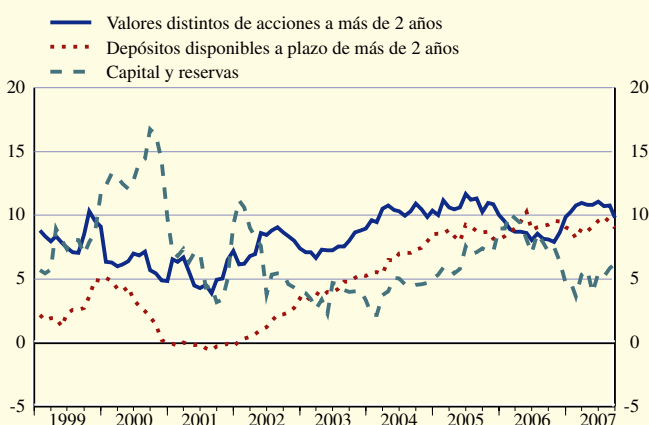
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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	1.696,4	1.338,5
2007 Abr	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,3	676,0	242,4	2.467,7	108,7	1.707,3	1.351,0
May	597,8	3.170,9	1.595,6	1.532,3	270,5	691,8	255,0	2.490,5	108,6	1.729,1	1.326,7
Jun	599,2	3.186,0	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	243,1	2.521,9	109,4	1.748,7	1.347,7
Jul	604,7	3.200,8	1.709,4	1.518,9	290,6	704,8	240,2	2.527,8	110,7	1.764,6	1.362,4
Ago	608,2	3.217,0	1.763,0	1.510,8	287,2	695,4	260,5	2.549,7	111,1	1.767,7	1.366,8
Sep ^(p)	610,6	3.209,1	1.808,9	1.508,5	297,8	680,7	283,0	2.521,9	113,0	1.770,2	1.378,9
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	40,4	36,7
2007 Abr	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,9	8,0	1,4	17,1	1,0	11,8	5,1
May	0,4	27,5	21,3	-0,8	-0,8	11,3	11,6	18,0	-0,1	21,3	-23,9
Jun	1,3	14,0	49,6	-6,1	13,1	9,0	-12,3	29,0	0,9	19,8	25,8
Jul	5,5	15,5	65,4	-6,6	5,6	5,2	-3,1	9,9	1,2	16,5	14,6
Ago	3,6	15,8	53,3	-8,2	-3,5	-9,8	23,7	17,5	0,5	2,8	6,1
Sep ^(p)	2,4	-5,0	50,0	-2,1	14,0	-15,5	23,1	-10,2	1,9	4,5	7,6
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	9,0	5,3
2007 Abr	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,4	13,1	52,4	10,8	20,4	8,8	5,7
May	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,8	18,4	9,1	3,9
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,4	11,1	17,6	9,6	5,4
Jul	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,7	17,0	9,9	5,2
Ago	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	44,9	10,8	15,4	9,5	5,9
Sep ^(p)	8,2	5,7	38,3	-3,6	11,6	9,6	56,2	9,8	15,1	9,0	6,2

C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾ (tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾ (tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

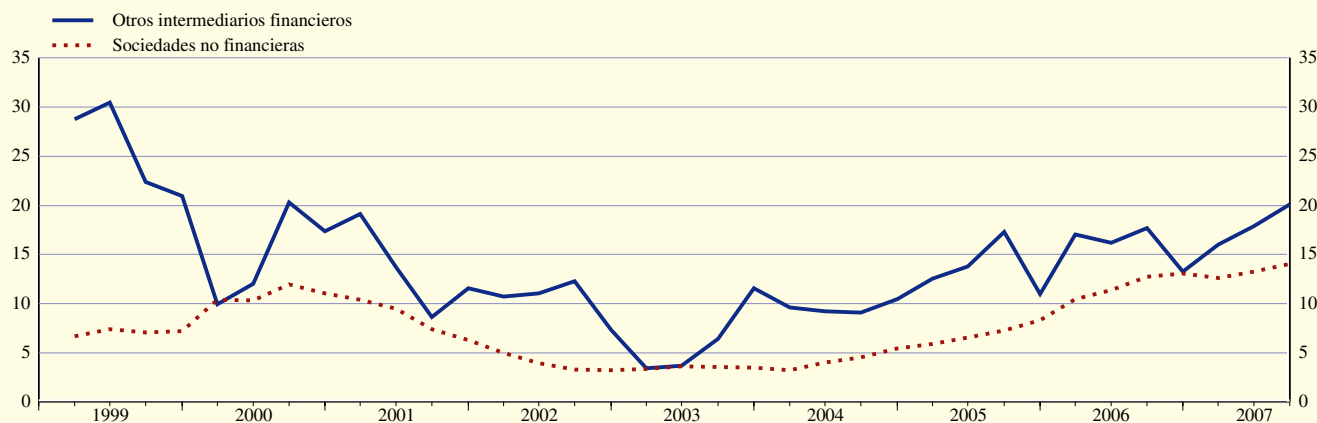
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 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	4.046,6	1.196,7	765,1	2.084,8
Jun	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,9	1.223,3	777,1	2.107,5
Jul	111,5	84,7	813,2	506,0	4.169,0	1.241,1	791,7	2.136,2
Ago	110,6	85,4	820,9	506,8	4.186,9	1.230,5	803,0	2.153,3
Sep ^(p)	111,9	87,9	850,8	532,3	4.235,0	1.256,9	811,1	2.167,0
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	48,6	7,8	16,3	24,5
Jun	1,5	1,2	12,9	9,5	68,3	32,3	12,4	23,6
Jul	1,1	1,2	12,2	5,0	61,8	17,7	14,7	29,4
Ago	-0,9	0,8	8,6	1,4	17,3	-11,3	11,4	17,2
Sep ^(p)	1,4	2,5	33,6	28,0	53,5	28,1	9,5	15,9
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	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
Jul	24,0	31,9	20,6	24,4	13,6	11,5	19,4	12,8
Ago	27,9	39,9	19,7	22,3	14,2	12,9	20,4	12,8
Sep ^(p)	25,5	40,2	20,1	22,6	14,1	13,4	19,9	12,4

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

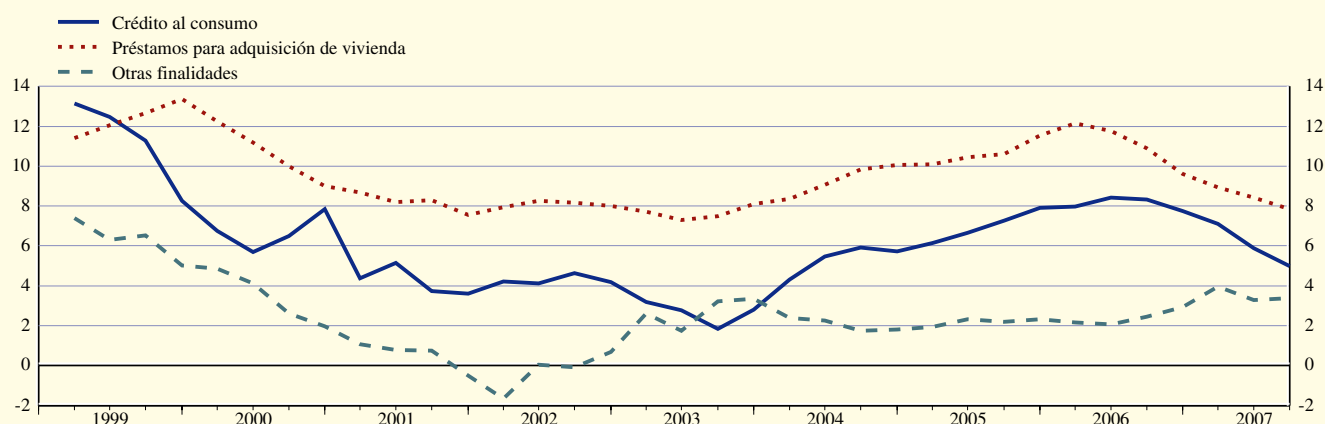
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	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	4.655,3	595,7	133,0	203,5	259,2	3.311,7	15,9	72,2	3.223,6	747,9	145,3	102,7	500,0
Jun	4.692,0	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,0	150,3	103,8	498,9
Jul	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,0	146,5	104,3	500,2
Ago	4.730,4	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,0	15,8	73,1	3.285,1	750,4	144,2	104,4	501,8
Sep ^(p)	4.749,4	606,4	134,4	204,1	267,9	3.390,7	16,3	73,5	3.301,0	752,2	146,7	104,3	501,2
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	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	28,5	2,3	-0,2	1,3	1,2	25,4	0,1	0,3	25,0	0,8	-1,1	0,3	1,7
Jun	38,0	7,0	1,9	1,3	3,8	25,5	0,5	0,5	24,4	5,4	5,1	1,2	-0,8
Jul	25,1	4,2	1,2	0,4	2,6	22,5	-0,2	0,4	22,3	-1,5	-3,8	0,6	1,7
Ago	14,4	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,2	0,1	0,1	15,1	-0,5	-2,3	0,2	1,7
Sep ^(p)	21,7	0,2	-0,4	-0,2	0,7	18,0	0,5	0,4	17,1	3,6	2,8	0,3	0,4
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	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	3,7	1,3	5,0	4,1
Jun	7,2	5,9	4,4	0,6	11,2	8,4	11,0	4,6	8,5	3,3	0,6	5,3	3,7
Jul	7,0	5,9	4,8	0,5	11,1	8,1	9,6	4,6	8,2	3,3	0,6	5,7	3,6
Ago	7,0	5,8	4,7	0,5	10,8	8,1	9,9	4,6	8,2	3,3	-0,1	5,7	3,8
Sep ^(p)	6,7	5,0	4,2	0,0	9,6	7,8	8,7	4,5	7,9	3,4	1,1	5,4	3,6

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

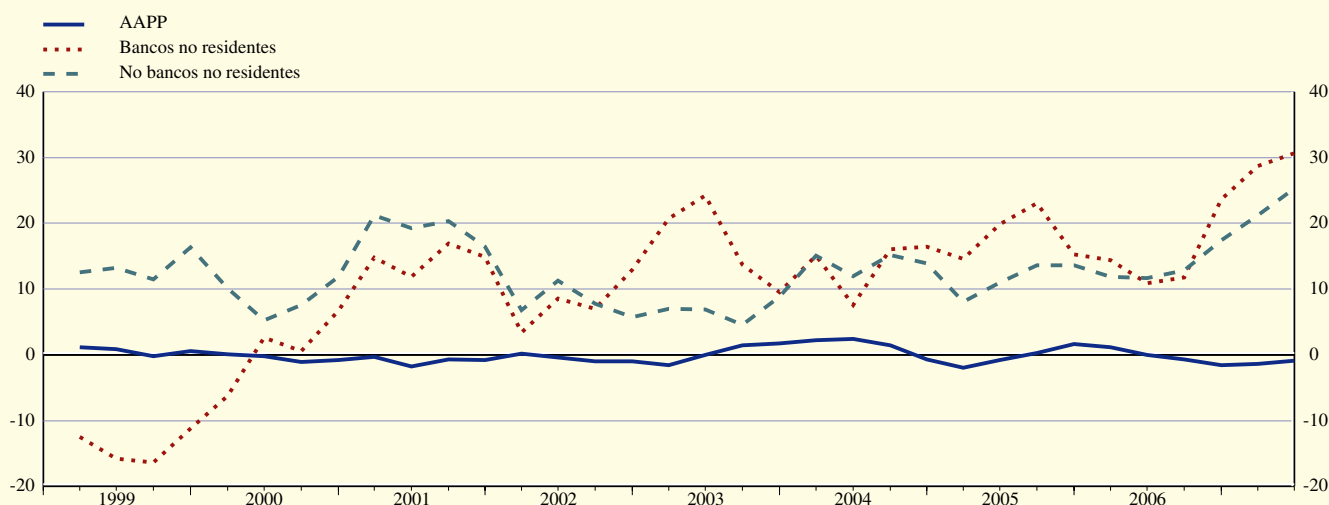
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
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
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)	798,2	96,6	218,8	449,9	32,8	3.286,4	2.343,0	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
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
II ^(p)	-3,4	-0,9	-5,5	1,2	1,7	135,4	88,4	47,0	0,6	46,3
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
2007 Mar	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-4,4	23,5
Jun ^(p)	-0,9	-6,9	-5,9	2,9	2,5	29,0	30,6	25,3	-8,7	28,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

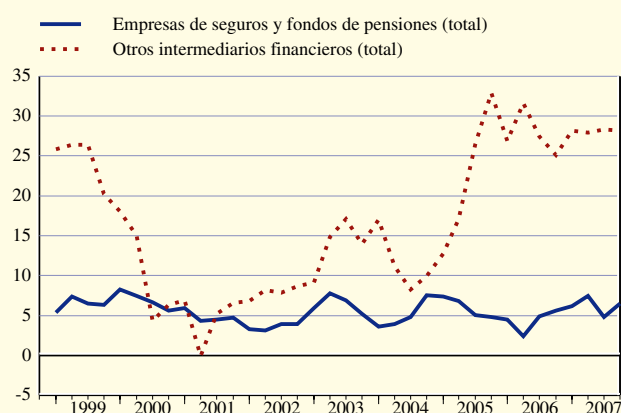
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
2007 Abr	666,2	70,2	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.277,9	307,2	276,8	530,5	11,3	0,3	151,8
May	659,4	65,5	60,1	508,7	0,9	1,2	23,0	1.304,4	315,6	274,3	551,1	11,4	0,3	151,7
Jun	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,8	11,5	0,2	154,6
Jul	670,8	72,7	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,0	321,9	290,7	589,2	13,4	0,3	153,6
Ago	665,7	61,4	68,0	513,6	0,8	1,1	20,8	1.364,2	302,0	303,0	588,6	11,8	0,2	158,6
Sep ⁴⁾	676,5	67,7	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.387,0	326,4	305,8	581,4	13,0	0,8	159,5
Operaciones														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
2007 Abr	7,0	-2,6	4,9	3,3	-0,1	0,0	1,5	15,8	-10,7	10,0	15,6	0,0	0,0	0,8
May	-6,8	-4,7	-3,1	2,5	-0,1	0,0	-1,4	25,3	8,1	-3,0	20,2	0,1	0,0	0,0
Jun	-3,0	-0,5	-2,1	3,4	0,0	0,0	-3,8	41,8	5,6	14,0	20,7	0,0	0,0	1,4
Jul	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,6	23,0	1,1	2,9	18,0	1,9	0,0	-1,0
Ago	-5,2	-11,3	6,8	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-5,1	-20,0	12,3	-0,7	-1,6	-0,1	4,9
Sep ⁴⁾	13,5	6,5	-4,9	11,7	0,0	0,0	0,3	27,2	25,6	4,4	-9,0	1,2	0,6	4,3
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	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
2007 Abr	6,0	2,9	25,5	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	23,3	9,9	25,5	38,0	8,5	-	7,2
May	6,1	-1,6	31,0	5,7	-19,9	-14,6	-10,2	25,8	13,3	33,1	39,5	-2,1	-	4,3
Jun	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-13,6	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
Jul	5,9	10,8	18,0	5,2	-11,7	-10,1	-16,6	31,8	20,2	37,6	42,6	36,0	-	12,5
Ago	4,7	-0,8	30,8	4,4	-21,3	270,4	-27,7	31,3	15,6	41,6	42,4	25,3	-	12,8
Sep ⁴⁾	6,5	1,3	23,4	6,6	-18,2	-19,7	-13,7	28,2	18,7	31,1	38,6	28,9	-	11,0

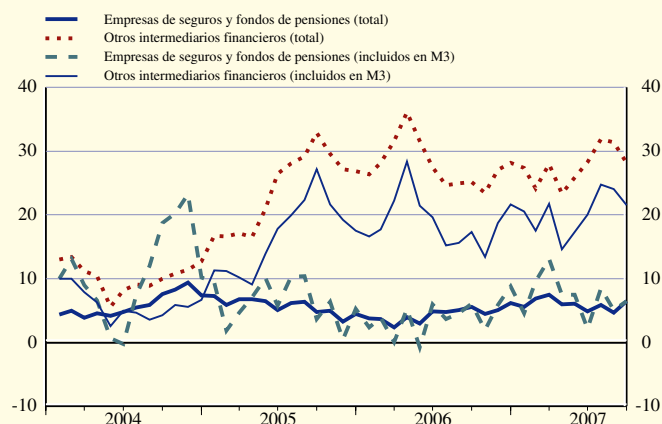
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

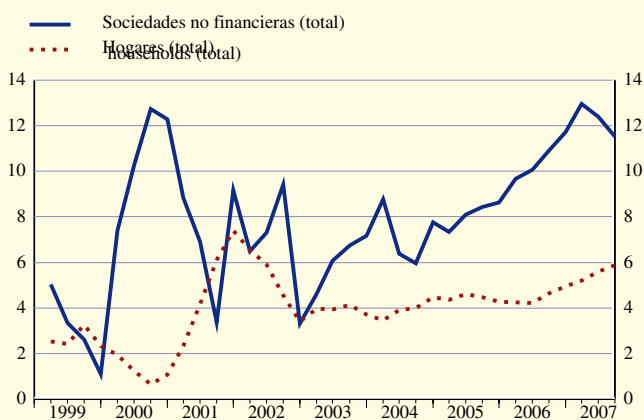
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
Jul	1.385,6	840,5	415,5	67,8	34,7	1,5	25,6	4.679,9	1.766,6	832,9	572,2	1.318,8	106,8	82,6
Ago	1.388,7	825,8	435,1	68,0	31,9	1,5	26,6	4.678,2	1.739,4	860,5	568,9	1.315,2	107,2	87,0
Sep ⁴⁾	1.406,3	845,2	439,8	64,2	31,6	1,4	24,1	4.708,3	1.756,6	886,2	565,7	1.307,9	107,9	84,0
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	15,3	17,4	0,5	-0,4	-1,7	0,0	-0,5	46,9	36,3	19,3	-4,0	-4,4	0,7	-1,0
Jul	0,2	-20,8	23,4	-0,3	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
Ago	3,0	-14,8	19,5	0,2	-2,9	0,0	1,0	-2,2	-27,3	27,5	-3,6	-3,6	0,4	4,4
Sep ⁴⁾	21,5	20,6	6,1	-2,5	-0,2	0,0	-2,5	31,6	17,6	26,6	-3,1	-7,2	0,7	-3,0
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 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	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
Jul	12,9	8,6	32,5	-4,2	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,2	18,4	31,1
Ago	12,0	7,4	32,6	-4,1	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1
Sep ⁴⁾	11,5	7,2	32,8	-8,7	-28,4	-27,0	-3,8	5,9	2,8	43,8	-7,2	-3,5	16,0	29,6

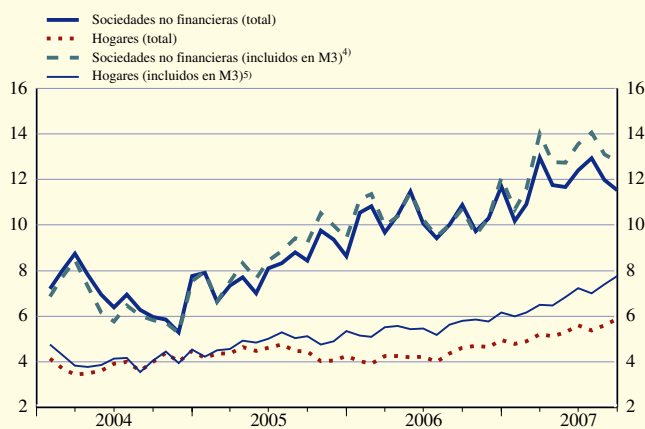
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

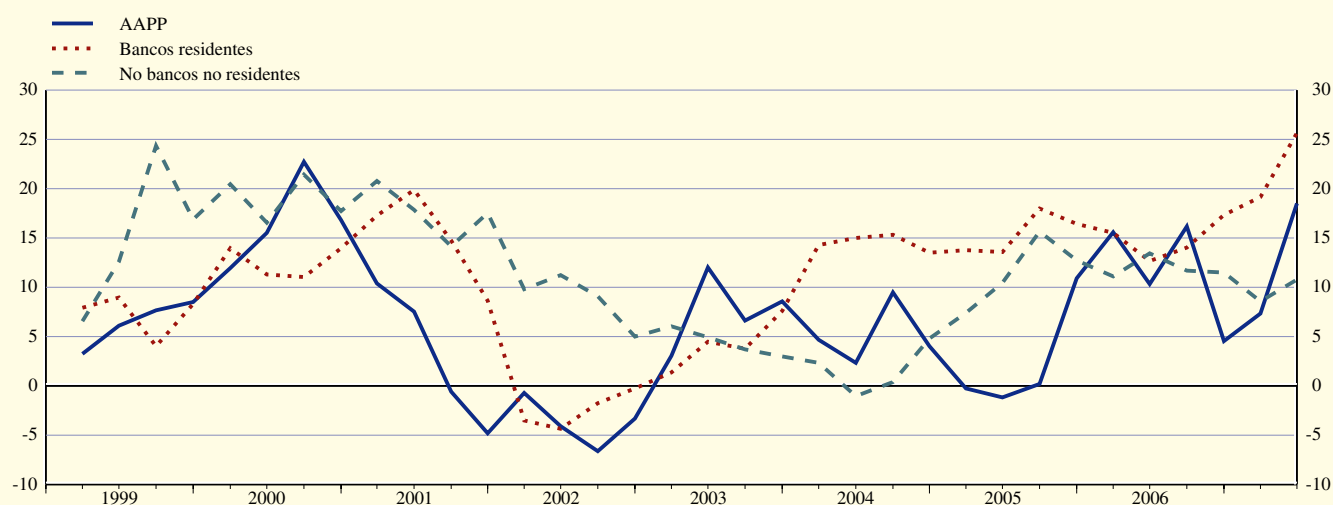
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II ^(p)	380,2	169,8	43,8	95,2	71,5	3.821,5	2.903,9	916,6	136,7	780,0
Operaciones										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	2,8	88,0
2007 I	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	3,6	15,8
II ^(p)	42,4	30,8	1,8	6,3	3,6	177,7	141,3	35,5	4,3	31,2
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	2,2	13,2
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	3,1	9,6
Jun ^(p)	18,5	21,9	10,6	12,1	25,5	21,8	25,6	10,8	6,4	11,6

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.

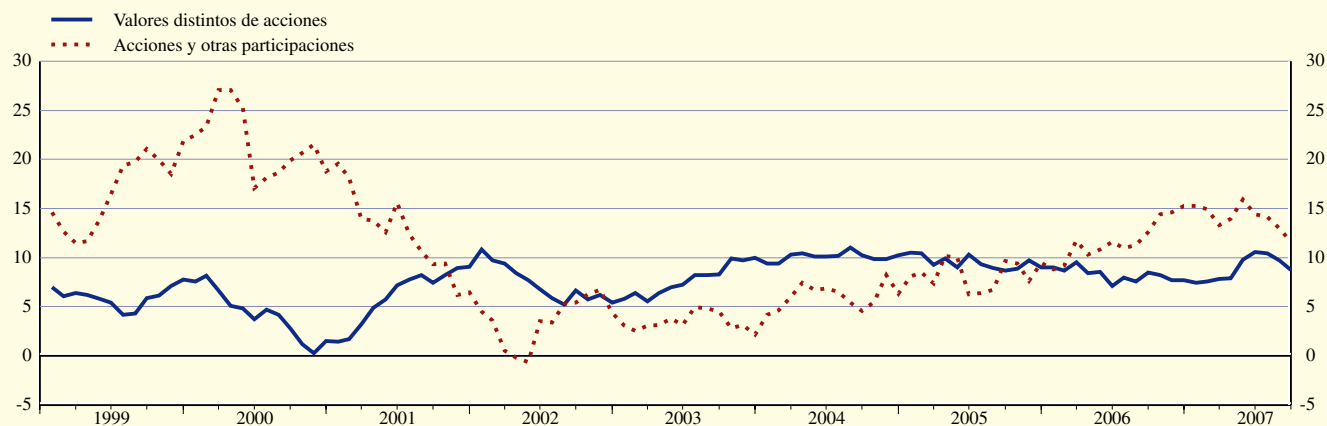
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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	4.863,3	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	4.984,4	1.640,8	78,4	1.275,8	15,8	699,1	34,8	1.239,6	1.703,4	438,2	914,6	350,6
Jun	5.010,6	1.637,2	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,6	1.623,3	406,8	867,1	349,4
Jul	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,4	407,2	852,9	347,4
Ago	5.001,9	1.649,3	83,7	1.213,4	15,2	746,5	33,9	1.260,0	1.587,6	407,2	841,1	339,2
Sep ^(p)	4.975,1	1.649,1	82,4	1.199,6	14,7	766,4	35,9	1.227,0	1.606,3	412,3	843,2	350,9
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	110,1	14,7	-0,2	31,5	0,3	24,2	0,0	39,7	42,3	27,3	6,4	8,7
Jun	29,2	-2,9	0,5	-9,2	-0,1	29,1	-0,6	12,3	-79,5	-31,0	-47,1	-1,4
Jul	42,6	12,8	10,1	-23,5	-0,2	14,5	2,0	26,8	-11,0	1,1	-10,7	-1,3
Ago	-44,4	-2,2	-5,2	-29,6	-0,3	5,8	-1,9	-11,0	-17,1	-0,1	-10,2	-6,8
Sep ^(p)	-2,1	-1,2	1,1	-12,9	0,0	20,3	3,1	-12,6	17,7	5,4	1,7	10,7
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	18,8	-8,1	-2,6	24,9	39,0	29,0	15,9	22,6	8,0	32,0
Jun	10,6	8,5	24,8	-8,9	-7,1	28,0	43,5	29,7	14,4	17,8	7,4	31,2
Jul	10,4	8,4	33,2	-9,3	-7,8	28,1	47,1	27,9	14,2	19,6	5,9	32,6
Ago	9,7	7,7	26,1	-9,7	-10,5	29,4	35,8	25,9	13,0	18,4	5,2	29,6
Sep ^(p)	8,8	6,4	26,5	-9,8	-5,8	30,9	50,0	21,5	11,6	18,9	3,7	25,8

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

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

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

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

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II ^(p)	5.572,9	90,5	9,5	5,7	0,4	1,3	1,2	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II ^(p)	2.903,9	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
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II ^(p)	4.797,0	80,2	19,8	10,0	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														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II ^(p)	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,6	
A no residentes en la zona del euro														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II ^(p)	2.343,0	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														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II ^(p)	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,5	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
II ^(p)	581,9	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.

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

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
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	5.137,9	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,2
III	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
IV	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 I	5.712,9	332,4	2.031,5	181,0	1.850,6	2.068,7	718,7	188,9	372,7
II ^(p)	6.002,9	349,7	2.042,3	192,8	1.849,4	2.216,4	784,5	194,7	415,3

2. Pasivo

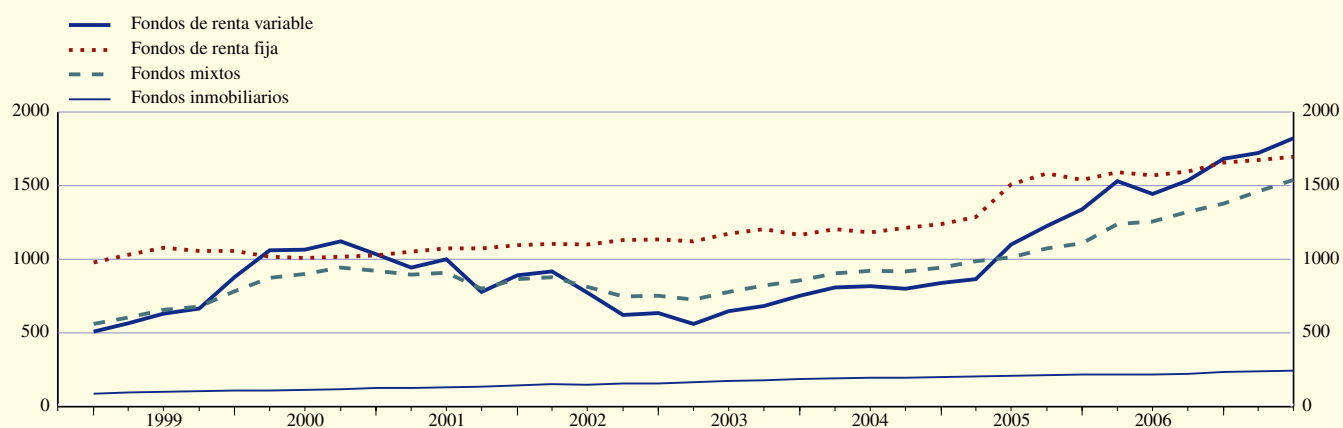
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2006 I	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
II	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.712,9	82,2	5.349,4	281,7
II ^(p)	6.002,9	90,8	5.596,6	315,5

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2006 I	5.199,6	1.531,9	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5
II	5.137,9	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,2	1.224,7
III	5.359,0	1.533,3	1.594,2	1.321,5	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5
IV	5.551,3	1.680,5	1.657,0	1.376,0	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2
2007 I	5.712,9	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,1	4.372,4	1.340,6
II ^(p)	6.002,9	1.822,9	1.693,8	1.539,4	244,1	702,9	4.591,3	1.411,6

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2006 I	1.531,9	55,1	51,5	6,3	45,2	1.309,6	71,1	-	44,6
II	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
III	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
IV	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 I	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
II ^(p)	1.822,9	60,9	67,9	27,4	40,5	1.545,4	83,9	-	64,9
Fondos de renta fija									
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	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
II ^(p)	1.693,8	115,1	1.346,9	99,6	1.247,3	62,9	55,7	-	113,2
Fondos mixtos									
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	318,7	253,6	0,2	128,5
III	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
IV	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 I	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
II ^(p)	1.539,4	83,6	528,9	50,2	478,8	400,2	346,1	0,9	179,6
Fondos inmobiliarios									
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	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
II ^(p)	244,1	18,9	6,6	1,9	4,7	2,1	10,1	193,1	13,2

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2006 I	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
II	3.913,2	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,5
III	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
IV 4	252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 I	4.372,4	274,3	1.420,7	1.693,3	529,0	155,6	299,5
II ^(p)	4.591,3	284,5	1.430,0	1.817,2	576,9	160,1	322,7
Fondos de inversores especiales							
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	1.340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
II ^(p)	1.411,6	65,3	612,3	399,2	207,6	34,7	92,6

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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						487,7
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-31,9
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.052,2	107,5	671,9	52,7	220,1	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	39,6	6,1	26,4	3,8	3,3	
Consumo de capital fijo	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,1
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	903,2	46,4	364,2	423,2	69,3	133,2
Intereses	456,0	44,3	76,0	266,5	69,3	79,6
Otra renta de la propiedad	447,2	2,2	288,2	156,8	0,0	53,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	285,7	210,4	57,9	17,0	0,4	4,8
Cotizaciones sociales	393,8	393,8				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	393,0	1,4	17,4	25,7	348,4	0,6
Otras transferencias corrientes	176,9	69,6	23,4	46,9	37,0	7,2
Primas netas de seguros no vida	44,7	32,9	10,3	0,9	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,6			44,6		0,7
Otras	87,6	36,8	13,1	1,4	36,3	5,4
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.680,1	1.238,5			441,6	
Gasto en consumo individual	1.507,9	1.238,5			269,4	
Gasto en consumo colectivo	172,1				172,1	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	17,9	0,1	3,6	14,2	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	495,7	165,1	268,2	10,3	52,1	
Formación bruta de capital fijo	496,5	165,3	269,1	10,1	52,0	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-0,8	-0,2	-0,9	0,2	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,5	-0,1	0,7	0,2	-0,3	-0,5
Transferencias de capital	35,0	8,9	2,1	1,9	22,1	4,4
Impuestos sobre el capital	5,9	5,7	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,1	3,2	1,8	1,9	22,1	4,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	9,6	83,0	-120,2	20,1	26,7	-9,6
Discrepancia estadística	0,0	-5,0	5,0	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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						455,8
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.969,9	485,6	1.126,0	93,8	264,5	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	237,7					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.207,6					
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	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Remuneración de los asalariados	1.053,7	1.053,7				2,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	278,5				278,5	-1,2
Renta de la propiedad	893,2	287,8	144,6	435,1	25,7	143,2
Intereses	450,6	69,0	41,2	332,6	7,7	85,0
Otra renta de la propiedad	442,7	218,8	103,4	102,5	18,0	58,2
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	289,8				289,8	0,6
Cotizaciones sociales	393,6	1,1	17,9	40,6	334,0	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	391,0	391,0				2,5
Otras transferencias corrientes	158,3	84,6	11,7	45,8	16,3	25,9
Primas netas de seguros no vida	44,6			44,6		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	44,2	34,3	8,8	0,9	0,3	1,1
Otras	69,5	50,3	2,9	0,3	16,0	23,6
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
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	18,0	18,0				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	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	37,1	9,0	15,5	0,8	11,9	2,3
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	31,2	9,0	15,5	0,8	6,0	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 II								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.278,4	13.870,3	20.882,9	9.703,0	6.071,4	2.742,5	13.961,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				185,0				
Efectivo y depósitos		5.364,8	1.630,7	2.404,3	1.367,9	751,6	529,4	3.785,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,6	123,4	102,3	257,2	227,6	25,4	774,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.419,4	158,2	3.449,2	1.882,7	1.927,2	206,3	2.153,2
Préstamos		21,4	1.744,7	11.370,6	1.326,2	350,5	355,3	1.427,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,0	964,9	8.567,3	999,5	296,8	316,2	.
Acciones y otras participaciones		5.129,4	7.552,3	1.795,8	4.585,9	2.376,5	1.083,9	5.100,7
Acciones cotizadas		1.252,5	1.915,3	688,6	2.394,8	852,9	393,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.213,0	5.218,4	831,4	1.524,9	460,8	549,6	.
Participaciones en fondos de inversión		1.663,9	418,5	275,8	666,3	1.062,8	141,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.003,1	133,2	1,9	0,0	145,9	3,1	192,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		294,8	2.527,8	1.573,8	283,1	292,1	539,1	528,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		156,8	196,2	722,7	294,1	74,4	115,5	477,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,6				0,6
Efectivo y depósitos		103,6	38,3	90,1	81,6	5,5	91,1	188,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,5	5,0	10,0	31,8	10,3	7,1	36,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		-0,9	14,8	144,9	33,0	44,7	4,5	109,2
Préstamos		0,5	46,6	338,0	35,4	4,0	3,1	24,1
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,5	11,3	213,0	34,3	-1,1	0,0	.
Acciones y otras participaciones		17,0	84,7	33,0	119,3	8,2	3,2	108,8
Acciones cotizadas		2,4	38,2	0,0	50,0	-0,7	0,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		9,7	57,2	27,1	23,6	6,5	-0,5	.
Participaciones en fondos de inversión		4,9	-10,7	5,9	45,7	2,4	3,5	.
Reservas técnicas de seguro		58,0	0,9	0,0	0,0	3,6	0,0	3,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-19,9	5,8	107,2	-6,9	-1,9	6,5	6,9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-29,8	199,1	22,8	-0,8	13,4	49,5	107,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-7,0				
Efectivo y depósitos		-5,3	-3,2	-11,9	-2,1	2,9	0,2	-24,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,6	4,5	1,9	1,7	0,7	0,1	-2,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		-55,2	-5,2	-8,8	-54,4	-26,7	-3,2	-42,7
Préstamos		0,0	6,7	-23,5	-9,7	0,3	-1,3	12,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	7,8	-10,4	-10,0	0,2	-1,3	.
Acciones y otras participaciones		35,6	178,3	55,6	85,5	41,9	53,6	153,1
Acciones cotizadas		40,8	36,4	50,6	77,7	5,6	46,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-28,0	139,2	2,6	3,8	10,4	3,8	.
Participaciones en fondos de inversión		22,8	2,7	2,4	4,0	25,9	3,2	.
Reservas técnicas de seguro		-2,3	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	-4,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,0	18,1	16,5	-21,8	-0,7	0,0	16,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.405,4	14.265,6	21.628,4	9.996,3	6.159,3	2.907,5	14.546,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				177,5				
Efectivo y depósitos		5.463,1	1.665,8	2.482,5	1.447,4	760,0	620,6	3.949,4
Valores distintos de acciones, corto plazo		43,5	133,0	114,2	290,7	238,7	32,6	808,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.363,2	167,8	3.585,3	1.861,3	1.945,2	207,7	2.219,7
Préstamos		21,8	1.798,0	11.685,1	1.351,9	354,9	357,2	1.464,1
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,5	984,0	8.770,0	1.023,8	295,8	314,9	.
Acciones y otras participaciones		5.182,1	7.815,3	1.884,3	4.790,7	2.426,5	1.140,7	5.362,6
Acciones cotizadas		1.295,7	1.989,9	739,2	2.522,5	857,9	440,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.194,7	5.414,9	861,1	1.552,2	477,6	552,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.691,7	410,5	284,1	716,0	1.091,1	147,8	.
Reservas técnicas de seguro		5.058,7	134,0	1,9	0,0	144,5	3,1	190,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		273,0	2.551,7	1.697,4	254,3	289,5	545,7	551,6
<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 II								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.544,0	22.276,5	21.296,4	9.641,0	6.192,2	6.760,0	12.614,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			23,5	12.883,2	214,0	3,9	337,5	2.371,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,0	357,4	69,1	0,1	612,5	235,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			429,5	2.594,0	1.375,9	26,1	4.358,6	2.412,1
Préstamos		5.096,7	6.380,1		1.294,5	183,7	1.080,2	2.560,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.771,7	4.300,3		601,6	78,7	922,4	.
Acciones y otras participaciones			12.497,1	3.360,5	6.470,4	662,4	4,9	4.629,2
Acciones cotizadas			4.664,1	1.100,2	342,0	328,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.833,0	1.244,5	858,8	334,0	4,9	.
Participaciones en fondos de inversión				1.015,9	5.269,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,6	329,8	53,2	0,6	5.062,6	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			414,7	2.048,1	216,4	253,5	365,8	405,3
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.161,6	11.734,5	-8.406,2	-413,6	62,0	-120,8	-4.017,5	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		78,7	311,5	705,7	281,6	83,8	88,8	487,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	484,1	4,9	0,0	-12,7	122,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			22,8	12,8	-3,1	0,1	43,4	23,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			15,9	83,0	65,9	-0,3	63,5	122,3
Préstamos		97,5	202,9		52,5	16,0	-8,8	91,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		90,7	104,8		20,6	-0,3	-11,1	.
Acciones y otras participaciones			58,1	46,1	165,9	2,7	0,0	101,3
Acciones cotizadas			34,9	0,5	2,6	0,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			23,2	2,8	20,5	2,4	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				42,8	142,8			.
Reservas técnicas de seguro		-0,1	2,0	0,4	0,0	63,3	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			-18,7	9,7	79,3	2,0	3,5	26,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	9,6	78,0	-115,3	17,0	12,5	-9,4	26,7	-9,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		8,7	389,2	-30,3	70,3	12,3	-98,1	17,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-22,7	1,9	0,0	0,0	-22,7
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,6	0,9	-0,1	0,0	-0,1	4,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			-6,8	-7,6	-21,6	-0,5	-116,1	-43,7
Préstamos		6,3	11,0		-12,1	-6,7	-0,1	-13,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		7,8	21,6		-9,0	-4,9	-0,1	.
Acciones y otras participaciones			369,7	3,9	89,1	25,9	0,7	114,4
Acciones cotizadas			361,9	20,4	18,1	9,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7,8	-21,6	18,1	16,4	0,7	.
Participaciones en fondos de inversión				5,2	52,9			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			2,4	14,7	-4,8	5,6	17,5	-22,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-97,9	-38,6	-190,1	53,1	-71,1	1,1	147,6	91,0
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.631,4	22.977,1	21.971,9	9.992,9	6.288,3	6.750,6	13.118,6
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			23,5	13.344,6	220,8	3,8	324,8	2.471,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,4	371,1	66,0	0,2	655,8	263,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,6	2.669,4	1.420,2	25,3	4.306,0	2.490,8
Préstamos		5.200,4	6.594,1		1.334,9	193,1	1.071,3	2.639,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.870,2	4.426,7		613,2	73,5	911,3	.
Acciones y otras participaciones			12.925,0	3.410,6	6.725,4	690,9	5,6	4.844,9
Acciones cotizadas			5.060,9	1.121,1	362,7	338,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.864,0	1.225,7	897,4	352,8	5,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.063,8	5.465,3			.
Reservas técnicas de seguro		32,5	331,8	53,6	0,6	5.113,9	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			398,4	2.359,8	2.122,6	261,1	386,7	409,4
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.249,9	11.773,9	-8.711,6	-343,5	3,4	-129,0	-3.843,2	

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 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.664,0	3.770,3	3.876,2	3.952,4	3.991,6	4.027,3	4.069,2	4.109,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,7	123,0	130,8	132,9	133,5	131,1	131,4	132,2
Consumo de capital fijo	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.281,3	2.332,6	2.543,9	2.711,1	2.801,3	2.914,8	3.003,7	3.100,6
Intereses	1.267,0	1.241,2	1.325,0	1.438,6	1.515,7	1.591,6	1.659,0	1.721,1
Otra renta de la propiedad	1.014,3	1.091,4	1.219,0	1.272,6	1.285,7	1.323,2	1.344,7	1.379,5
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,3	932,0	972,0	990,6	1.023,4	1.037,1	1.059,9
Cotizaciones sociales	1.388,3	1.427,2	1.468,6	1.499,4	1.516,1	1.530,1	1.541,3	1.554,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.408,0	1.452,8	1.496,8	1.520,2	1.531,2	1.541,8	1.548,9	1.558,9
Otras transferencias corrientes	658,3	683,2	702,5	700,4	702,9	704,7	708,8	717,5
Primas netas de seguros no vida	174,0	175,8	175,8	175,4	175,5	174,8	175,5	176,7
Derechos de seguros no vida	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Otras	309,8	331,1	350,1	349,1	351,8	355,2	357,6	363,9
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,3	6.075,9	6.307,3	6.442,1	6.501,2	6.562,3	6.615,9	6.664,1
Gasto en consumo individual	5.232,7	5.430,7	5.645,2	5.770,6	5.825,9	5.880,9	5.929,0	5.974,2
Gasto en consumo colectivo	621,5	645,1	662,1	671,4	675,3	681,4	686,9	690,0
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,5	57,5	59,1	60,7	61,3	61,7	61,9	62,4
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.526,8	1.606,5	1.693,9	1.769,5	1.810,4	1.838,3	1.878,9	1.914,3
Formación bruta de capital fijo	1.525,8	1.597,4	1.682,3	1.745,4	1.773,6	1.809,3	1.854,8	1.889,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	1,1	9,1	11,6	24,1	36,8	29,1	24,0	25,3
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1
Transferencias de capital	182,6	166,9	179,3	162,2	174,8	190,5	191,1	191,7
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Otras transferencias de capital	146,8	137,1	155,1	138,4	152,4	168,2	168,2	168,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	42,9	69,9	11,0	-14,4	-22,5	-18,9	-4,4	11,2

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 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.740,1	7.004,9	7.231,5	7.378,8	7.461,0	7.546,2	7.635,7	7.723,4
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	760,8	796,4	838,8	874,5	885,1	903,3	922,4	936,2
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.500,9	7.801,3	8.070,2	8.253,3	8.346,1	8.449,5	8.558,1	8.659,6
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	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Remuneración de los asalariados	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	933,1	981,1	1.017,7	1.028,7	1.044,4	1.061,8	1.076,0
Renta de la propiedad	2.246,2	2.322,5	2.540,8	2.711,9	2.803,1	2.907,6	2.996,3	3.091,4
Intereses	1.236,2	1.210,5	1.298,9	1.414,3	1.493,5	1.568,2	1.633,9	1.698,8
Otra renta de la propiedad	1.010,0	1.112,0	1.241,9	1.297,6	1.309,6	1.339,3	1.362,4	1.392,6
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,7	976,6	995,2	1.028,2	1.042,3	1.066,8
Cotizaciones sociales	1.387,3	1.426,2	1.468,1	1.498,9	1.515,5	1.529,6	1.540,8	1.553,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,5	1.445,3	1.489,2	1.512,7	1.523,7	1.534,4	1.541,1	1.550,9
Otras transferencias corrientes	593,9	610,9	620,9	619,1	619,8	618,7	622,9	630,7
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Derechos de seguros no vida	171,3	173,5	174,3	173,2	172,9	172,3	173,1	174,4
Otras	248,0	261,2	269,9	270,0	271,2	271,6	274,0	279,4
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
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	54,7	57,6	59,4	61,0	61,6	62,0	62,2	62,7
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	183,5	192,9	174,8	187,6	204,1	206,4	206,5
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Otras transferencias de capital	158,9	153,8	168,7	151,0	165,1	181,8	183,5	183,2
<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 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.230,9	1.285,0	1.334,8	1.368,6	1.389,3	1.410,2	1.431,2	1.452,2
Intereses, recursos (+)	237,5	230,4	226,9	237,7	246,3	255,9	262,3	268,8
Intereses, empleos (-)	124,1	124,1	127,6	137,1	146,6	154,5	161,8	169,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	615,3	648,0	694,0	718,2	722,0	733,0	739,6	749,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,5	9,4	9,5	9,5
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,5	706,5	739,4	763,6	770,8	788,6	796,9	810,0
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,5	1.423,4	1.464,5	1.495,1	1.511,7	1.525,8	1.536,9	1.549,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,7	1.440,3	1.483,9	1.507,2	1.518,2	1.528,9	1.535,5	1.545,4
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	64,7	68,2	65,5	63,9	63,9	65,7	65,8
= Renta disponible bruta	4.997,0	5.182,7	5.348,7	5.450,2	5.498,6	5.546,7	5.604,5	5.658,2
Gasto en consumo final (-)	4.316,1	4.482,4	4.649,1	4.749,6	4.792,8	4.836,7	4.874,8	4.911,6
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,4	57,3	58,9	60,6	61,1	61,5	61,7	62,2
= Ahorro bruto	735,2	757,5	758,5	761,2	766,9	771,5	791,4	808,8
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,9	24,4	22,2	27,2	30,2	28,6	25,9
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	247,1	285,3	600,1	481,4	333,3	456,9	366,8	476,5
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	497,9	527,3	558,9	583,6	597,7	609,6	625,2	636,2
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Inversión financiera (+)								
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>	222,3	248,5	240,1	247,4	267,3	279,0	276,0	289,0
Efectivo y depósitos	166,1	168,5	207,7	215,7	226,1	242,1	251,6	279,1
Valores distintos de acciones, corto plazo	-34,4	7,0	-18,7	2,9	12,8	16,0	23,0	13,0
Valores distintos de acciones, largo plazo	18,4	67,8	22,2	28,2	70,0	61,3	52,6	44,2
Acciones y otras participaciones	85,5	-13,5	116,0	22,1	-26,9	-33,7	-3,6	14,1
Acciones cotizadas	27,1	-47,7	3,5	-27,0	-31,4	-13,2	2,0	-0,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-19,2	36,7	56,8	26,7	20,5	8,2	24,3	32,4
Participaciones en fondos de inversión	77,6	-2,5	55,7	22,4	-16,0	-28,7	-29,9	-17,5
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	14,4	-19,4	-10,1	-8,9	-9,8	-4,8	2,2	9,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	231,0	251,2	300,3	300,8	297,9	276,5	255,3	252,6
Financiación (-)								
Préstamos	264,2	314,2	391,7	415,7	413,0	392,4	384,3	365,9
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	219,9	288,9	371,7	397,9	386,5	360,4	352,8	334,0
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	265,5	235,1	522,3	433,0	331,2	430,7	337,7	498,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	29,0	56,9	129,4	68,9	55,2	48,8	33,5	44,0
Otros flujos netos (+)	-56,0	-4,2	-95,7	-6,3	-64,7	-37,2	-28,5	-114,2
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	4.579,1	4.827,3	5.078,3	5.181,8	5.204,8	5.343,0	5.364,8	5.463,1
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0	4.175,5
Valores distintos de acciones, corto plazo	24,7	32,7	15,6	33,6	37,0	30,2	45,6	43,5
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.304,1	1.356,4	1.338,8	1.373,1	1.383,2	1.391,5	1.419,4	1.363,2
Acciones y otras participaciones	3.699,5	3.921,1	4.559,3	4.669,8	4.798,4	4.956,3	5.129,4	5.182,1
Acciones cotizadas	774,1	832,0	1.000,7	1.041,7	1.128,4	1.192,1	1.252,5	1.295,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	1.437,1	1.592,2	1.918,2	1.998,9	2.042,1	2.119,0	2.213,0	2.194,7
Participaciones en fondos de inversión	1.488,3	1.496,9	1.640,5	1.629,2	1.627,9	1.645,2	1.663,9	1.691,7
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	263,8	249,0	235,3	215,9	211,1	186,3	195,1	208,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.849,1	4.278,8	4.426,1	4.517,4	4.604,0	4.668,9	4.722,8
Otros activos netos	188,7	224,3	174,4	193,3	189,0	195,1	203,1	199,7
Pasivos (-)								
Préstamos	3.929,4	4.256,5	4.632,8	4.837,4	4.919,5	5.017,1	5.096,7	5.200,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.561,4	3.860,7	4.257,3	4.456,6	4.534,8	4.617,9	4.696,2	4.781,3
= Riqueza financiera neta	9.407,7	9.954,3	10.812,4	11.040,2	11.210,2	11.503,0	11.734,5	11.773,9

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 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.831,0	3.983,2	4.102,4	4.180,8	4.226,0	4.282,6	4.338,4	4.396,2
Remuneración de los asalariados (-)	2.309,7	2.379,8	2.442,3	2.490,3	2.515,2	2.540,1	2.568,0	2.598,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	59,1	66,2	72,1	73,2	73,4	73,6	73,8	74,4
= Excedente bruto de explotación (+)	1.462,2	1.537,2	1.587,9	1.617,4	1.637,4	1.668,9	1.696,7	1.723,4
Consumo de capital fijo (-)	608,8	633,5	663,2	676,3	682,9	689,4	695,1	700,6
= Excedente neto de explotación (+)	853,4	903,7	924,8	941,0	954,5	979,6	1.001,6	1.022,7
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,1	372,6	426,4	442,7	450,1	461,2	465,5	478,8
Intereses, recursos	126,6	121,7	131,1	140,9	147,2	152,5	156,7	161,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	193,5	251,0	295,3	301,8	302,9	308,7	308,8	317,7
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,2	226,3	234,7	252,5	264,2	277,3	289,5	300,6
= Renta empresarial neta (+)	945,3	1.050,0	1.116,5	1.131,2	1.140,4	1.163,5	1.177,6	1.200,9
Renta distribuida (-)	692,3	751,0	834,2	865,0	873,6	897,1	904,7	919,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	116,6	134,6	147,4	159,6	170,0	184,8	189,6	198,2
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,4	73,6	74,2	75,5	76,3	76,7	77,3	75,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,8	60,4	62,2	62,2	62,4	61,9	62,0	63,6
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	42,7	49,6	48,8	46,7	46,4	45,6	46,7	47,6
Variaciones del patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensiones (-)	13,0	12,8	11,8	13,3	14,0	14,7	14,7	14,6
= Ahorro neto	94,3	115,1	86,3	59,9	50,3	36,1	37,2	33,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	192,3	210,7	232,4	266,1	282,8	285,7	299,1	316,9
Formación bruta de capital fijo (+)	801,5	839,7	884,4	918,8	932,4	948,1	973,1	995,8
Consumo de capital fijo (-)	608,8	633,5	663,2	676,3	682,9	689,4	695,1	700,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-0,4	4,5	11,1	23,6	33,3	27,0	21,1	21,7
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	106,6	91,0	144,9	154,5	145,7	167,4	194,1	185,2
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	63,0	73,8	99,3	108,9	116,8	138,5	157,7	158,1
Valores distintos de acciones	-27,2	-55,1	-21,9	-0,5	-13,6	3,7	-9,0	0,2
Préstamos	139,1	66,4	132,5	130,6	136,9	161,1	175,9	189,0
Acciones y otras participaciones	175,4	183,0	173,4	221,6	183,3	186,4	198,6	217,2
Otros activos netos (+)	41,7	80,3	54,2	122,5	147,1	147,3	128,3	120,9
Financiación (-)								
Deuda	297,0	216,4	397,2	556,2	602,4	633,7	650,2	683,9
Préstamos	219,1	195,6	382,4	530,2	560,4	578,2	593,9	613,9
de los cuales, de IFM de la zona del euro	110,3	169,1	269,2	380,2	431,3	452,5	449,8	492,0
Valores distintos de acciones	62,9	7,3	2,2	12,6	28,2	41,1	43,8	58,9
Reservas de los fondos de pensiones	15,1	13,5	12,6	13,4	13,8	14,5	12,5	11,2
Acciones y otras participaciones	190,2	188,5	172,0	227,5	164,4	202,0	215,9	227,7
Acciones cotizadas	19,2	11,9	100,5	114,2	37,3	33,4	43,2	60,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	171,0	176,6	71,4	113,3	127,1	168,6	172,7	167,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,4	56,3	60,0	51,3	65,0	79,8	83,6	84,8
= Ahorro neto	94,3	115,1	86,3	59,9	50,3	36,1	37,2	33,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Efectivo y depósitos	1.164,3	1.237,8	1.393,2	1.452,1	1.491,3	1.563,9	1.630,7	1.665,8
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	984,2	1.042,9	1.147,3	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5	1.322,7
Valores distintos de acciones	406,9	322,8	290,3	306,6	292,7	287,3	281,6	300,8
Préstamos	1.341,7	1.394,9	1.521,5	1.596,3	1.627,1	1.694,8	1.744,7	1.798,0
Acciones y otras participaciones	4.823,8	5.319,7	6.273,3	6.643,7	6.946,8	7.302,5	7.552,3	7.815,3
Otros activos netos (+)	233,4	279,5	261,1	323,2	304,4	299,0	349,0	349,4
Pasivos								
Deuda	6.029,2	6.211,5	6.606,7	6.977,2	7.088,2	7.226,8	7.420,4	7.668,8
Préstamos	5.112,5	5.242,5	5.622,6	5.965,0	6.069,7	6.200,9	6.380,1	6.594,1
de los cuales, de IFM de la zona del euro	3.092,6	3.215,1	3.478,1	3.714,3	3.806,7	3.918,3	4.034,0	4.189,8
Valores distintos de acciones	628,2	667,8	670,2	691,5	694,0	697,7	710,4	742,9
Reservas de los fondos de pensiones	288,5	301,2	313,8	320,7	324,4	328,3	329,8	331,8
Acciones y otras participaciones	8.069,9	8.979,1	10.458,1	11.016,1	11.375,5	12.087,8	12.497,1	12.925,0
Acciones cotizadas	2.732,0	2.987,1	3.681,0	3.945,4	4.082,5	4.457,1	4.664,1	5.060,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.337,9	5.992,0	6.777,1	7.070,8	7.293,0	7.630,7	7.833,0	7.864,0

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 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera (+)	29,7	50,0	25,6	36,6	48,9	64,8	81,7	72,6
Efectivo y depósitos	7,0	12,4	7,0	7,8	8,2	12,4	17,9	2,3
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	10,8	22,4	20,5	-0,4	-8,8	0,2	12,6	26,5
Valores distintos de acciones, corto plazo	140,8	132,8	129,2	133,6	145,0	143,9	148,7	161,9
Valores distintos de acciones, largo plazo	11,6	6,6	-2,6	10,2	10,7	4,5	-9,2	-6,9
Préstamos	58,9	45,2	137,1	144,9	141,4	124,8	89,3	69,0
Acciones y otras participaciones	9,5	13,0	31,6	24,1	14,7	16,9	12,4	5,3
Acciones cotizadas	5,1	-1,1	18,2	21,5	25,5	20,3	13,0	15,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	44,3	33,3	87,3	99,2	101,1	87,5	63,8	48,4
Participaciones en fondos de inversión	6,8	3,3	-0,9	-4,3	-5,6	2,3	3,3	-0,5
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	-3,6	9,9	9,1	8,2	15,0	13,0	26,5	24,6
Otros activos netos (+)								
Financiación (-)	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,4	4,0	4,0	3,6
Valores distintos de acciones	12,4	4,4	12,5	27,6	37,1	32,6	33,9	43,5
Préstamos	11,4	12,9	8,5	6,8	10,8	7,1	9,4	11,1
Acciones y otras participaciones	237,0	261,2	335,3	335,0	334,1	314,0	299,5	297,0
Reservas técnicas de seguro	210,3	229,5	291,8	296,0	291,4	267,0	249,0	247,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	43,5	39,0	42,7	47,0	50,5	49,4
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-17,7	-9,8	-37,5	-35,9	-29,3	-6,5	2,8	-7,4
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)	107,3	110,3	190,4	127,3	125,2	192,1	153,6	245,7
Acciones y otras participaciones	-10,1	159,2	43,5	-14,9	0,7	-51,5	-67,6	-82,9
Otros activos netos								
Otras variaciones de los pasivos (-)	98,3	20,7	117,4	83,9	86,2	49,9	36,4	101,2
Acciones y otras participaciones	33,7	84,3	139,4	72,4	61,3	58,0	44,5	39,1
Reservas técnicas de seguro	34,2	64,6	145,6	75,1	63,9	62,0	47,0	46,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-6,2	-2,7	-2,6	-4,0	-2,5	-7,5
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-34,8	164,3	-22,9	-43,9	-21,6	32,6	5,1	22,5
Balance financiero								
Activos financieros (+)	579,0	630,8	659,3	684,3	704,3	724,3	751,6	760,0
Efectivo y depósitos	121,1	132,6	141,6	139,7	143,3	153,4	154,7	143,2
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	69,5	205,9	212,1	213,4	213,4	212,7	227,6	238,7
Valores distintos de acciones, corto plazo	1.489,0	1.659,4	1.808,8	1.843,4	1.910,8	1.902,5	1.927,2	1.945,2
Valores distintos de acciones, largo plazo	363,5	358,9	362,5	372,2	371,8	361,7	350,5	354,9
Préstamos	1.528,9	1.684,3	2.011,8	2.111,9	2.213,0	2.328,7	2.376,5	2.426,5
Acciones y otras participaciones	526,1	574,9	701,5	717,2	761,2	832,1	852,9	857,9
Acciones cotizadas	306,4	336,6	397,1	422,0	435,3	457,5	460,8	477,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	696,4	772,9	913,2	972,7	1.016,5	1.039,1	1.062,8	1.091,1
Participaciones en fondos de inversión	65,8	69,0	83,3	87,0	87,2	87,3	89,5	90,0
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	106,7	122,5	159,6	167,4	176,4	176,5	180,7	169,1
Otros activos netos (+)								
Pasivos (-)	23,4	21,9	22,0	22,3	23,0	26,2	26,1	25,5
Valores distintos de acciones	126,8	120,0	132,0	158,1	169,0	164,9	183,7	193,1
Préstamos	429,7	463,3	589,3	578,6	628,5	646,3	662,4	690,9
Acciones y otras participaciones	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.777,8	4.882,9	4.981,5	5.062,6	5.113,9
Reservas técnicas de seguro	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.092,8	4.183,6	4.268,9	4.335,9	4.387,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	669,6	685,0	699,3	712,6	726,7	726,8
= Riqueza financiera neta	-232,8	-78,2	-138,7	-144,2	-113,7	-112,5	-120,8	-129,0

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

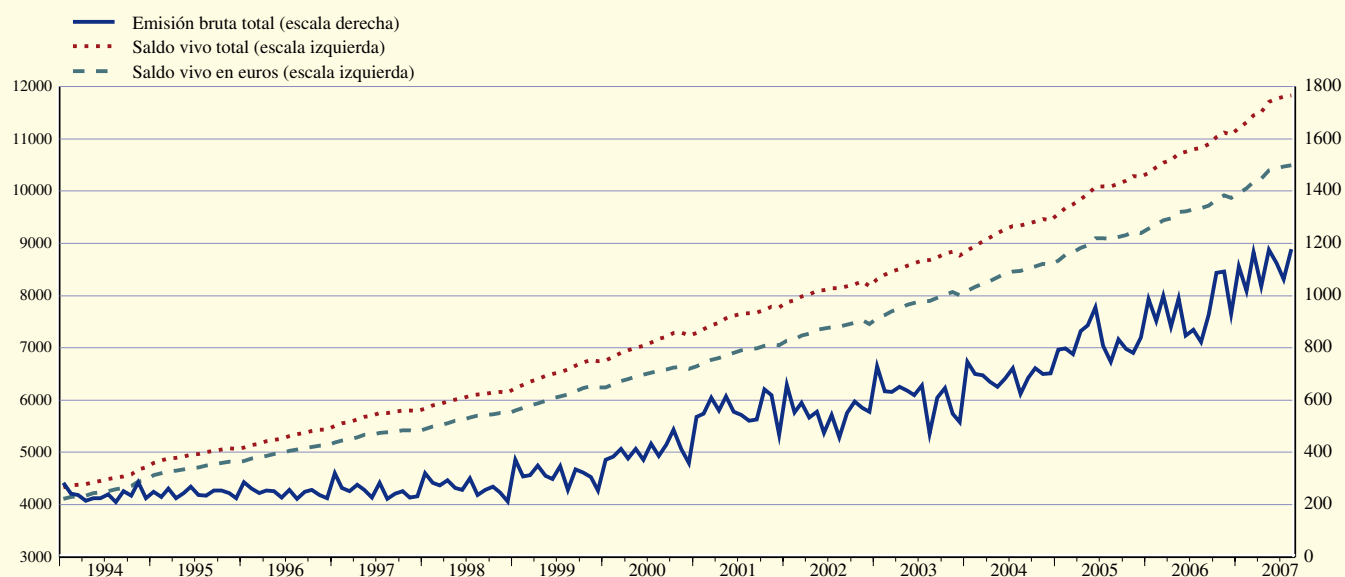
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	12
Total												
2006 Ago	11.402,1	837,9	31,9	9.673,0	780,0	21,1	10.828,0	822,8	24,6	7,2	74,3	7,0
Sep	11.522,7	1.004,1	120,2	9.723,5	882,1	50,1	10.896,7	928,0	56,9	7,3	63,0	6,9
Oct	11.618,1	1.106,3	93,3	9.826,9	1.023,0	101,6	11.032,0	1.086,0	122,2	7,9	112,7	8,0
Nov	11.756,6	1.134,6	137,7	9.918,3	1.036,6	90,8	11.123,3	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2
Dic	11.732,7	977,2	-24,8	9.863,7	885,3	-55,9	11.078,7	930,0	-59,9	7,9	51,5	8,6
2007 Ene	11.831,9	1.145,7	99,2	9.961,1	1.052,1	97,5	11.206,0	1.111,8	116,0	7,9	74,8	8,9
Feb	11.935,3	1.038,2	103,5	10.051,1	951,8	90,2	11.315,6	1.017,9	117,0	8,1	88,3	9,1
Mar	12.160,7	1.251,8	224,2	10.181,8	1.112,8	129,3	11.451,9	1.165,4	135,5	8,4	101,2	9,8
Abr	12.182,7	1.039,1	21,7	10.236,2	980,7	54,2	11.517,0	1.035,7	71,3	8,4	62,4	8,8
May	12.395,6	1.215,9	213,8	10.396,9	1.113,5	161,5	11.705,2	1.174,9	183,4	8,8	137,6	9,5
Jun	12.524,1	1.219,0	128,4	10.438,2	1.066,6	41,3	11.763,2	1.122,8	55,3	9,0	49,3	9,4
Jul	.	.	.	10.470,7	1.002,1	31,5	11.809,7	1.063,7	48,7	9,0	64,3	9,1
Ago	.	.	.	10.497,8	1.130,7	28,0	11.833,7	1.179,1	29,8	9,1	86,6	9,0
A largo plazo												
2006 Ago	10.379,8	90,5	16,6	8.768,9	71,6	11,5	9.788,5	89,2	22,0	7,5	67,3	7,3
Sep	10.473,5	218,5	94,0	8.823,7	156,8	55,2	9.858,3	176,2	63,2	7,5	58,1	7,3
Oct	10.574,6	224,8	98,8	8.894,2	173,9	68,4	9.951,4	207,0	86,7	8,1	95,1	8,2
Nov	10.709,7	226,0	134,2	8.988,7	167,2	93,9	10.044,9	193,4	108,6	8,3	93,7	9,0
Dic	10.731,1	171,5	18,7	9.007,8	133,0	16,0	10.071,4	153,1	13,0	8,2	59,2	9,0
2007 Ene	10.807,8	231,3	76,5	9.058,3	176,6	50,5	10.140,6	200,4	61,5	8,1	67,7	9,3
Feb	10.900,5	230,9	92,9	9.134,8	183,1	76,6	10.230,8	216,7	98,1	8,4	75,9	9,4
Mar	11.031,6	271,4	131,0	9.224,6	206,4	89,7	10.323,6	227,2	94,8	8,5	71,7	9,6
Abr	11.072,3	181,0	40,4	9.255,2	154,5	30,3	10.360,1	176,2	44,0	8,4	52,1	8,6
May	11.258,4	266,0	187,7	9.389,9	198,3	136,3	10.515,6	224,6	151,5	8,9	107,9	8,8
Jun	11.356,7	257,9	96,9	9.451,9	189,3	60,6	10.593,4	215,7	74,1	8,8	44,0	8,5
Jul	.	.	.	9.466,8	161,0	14,7	10.619,7	186,3	28,1	8,7	49,2	8,0
Ago	.	.	.	9.460,2	86,9	-7,1	10.619,1	104,1	-1,1	8,4	51,7	7,5

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	10.269	4.119	933	607	4.327	283	9.874	6.988	325	1.031	1.435	95
2006	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	11.334	8.377	420	1.113	1.339	85
2006 III	10.897	4.446	1.071	629	4.452	298	2.619	1.928	81	262	329	18
IV	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	3.109	2.364	147	334	241	23
2007 I	11.452	4.758	1.248	648	4.489	309	3.295	2.446	127	285	415	23
II	11.763	4.868	1.302	684	4.601	308	3.333	2.361	113	453	389	18
2007 May	11.705	4.870	1.284	669	4.574	308	1.175	826	50	157	138	5
Jun	11.763	4.868	1.302	684	4.601	308	1.123	787	34	164	132	6
Jul	11.810	4.902	1.331	693	4.577	307	1.064	746	46	151	115	6
Ago	11.834	4.931	1.342	682	4.571	308	1.179	920	22	135	97	5
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.007	568	12	94	329	4	9.172	7.372	60	1.023	686	31
2006 III	1.038	559	12	96	367	4	2.175	1.731	16	249	171	8
IV	1.007	568	12	94	329	4	2.555	2.085	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
II	1.170	627	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
2007 May	1.190	652	12	120	401	5	950	727	3	144	73	3
Jun	1.170	627	11	120	407	5	907	686	5	145	69	3
Jul	1.190	642	10	128	406	5	877	669	3	142	60	3
Ago	1.215	666	11	119	413	5	1.075	862	3	134	72	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.323	3.637	926	516	3.966	278	2.077	942	280	88	706	61
2006	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	2.162	1.005	360	90	653	54
2006 III	9.858	3.887	1.060	533	4.085	294	444	198	65	13	158	9
IV	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	554	279	133	29	97	16
2007 I	10.324	4.137	1.236	542	4.105	304	644	313	111	13	192	14
II	10.593	4.242	1.291	563	4.194	304	617	289	101	40	179	8
2007 May	10.516	4.217	1.272	550	4.173	303	225	98	47	13	65	2
Jun	10.593	4.242	1.291	563	4.194	304	216	101	29	19	64	3
Jul	10.620	4.261	1.321	565	4.171	302	186	76	43	9	55	3
Ago	10.619	4.265	1.331	563	4.158	303	104	58	18	1	25	2
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.724	2.020	462	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.050	2.138	543	413	3.719	237	1.292	478	142	56	576	39
2006 III	6.976	2.113	513	409	3.708	233	277	96	25	9	140	8
IV	7.050	2.138	543	413	3.719	237	281	117	46	18	90	10
2007 I	7.163	2.211	568	413	3.728	243	402	172	40	9	169	13
II	7.306	2.256	583	426	3.798	244	341	134	28	24	147	7
2007 May	7.266	2.232	583	416	3.791	244	117	38	11	8	57	2
Jun	7.306	2.256	583	426	3.798	244	122	53	5	11	50	2
Jul	7.296	2.267	588	425	3.771	245	108	41	10	5	50	3
Ago	7.298	2.270	595	424	3.764	245	66	32	12	0	21	2
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	604	115	314	64	716	405	215	31	51	15
2006 III	2.490	1.450	539	108	333	60	134	77	40	4	13	2
IV	2.603	1.507	604	115	314	64	232	124	86	11	5	6
2007 I	2.712	1.560	657	115	320	61	201	114	69	4	13	1
II	2.829	1.603	698	126	343	59	223	111	72	16	23	1
2007 May	2.783	1.591	679	120	334	59	83	37	35	5	5	0
Jun	2.829	1.603	698	126	343	59	79	38	25	7	9	1
Jul	2.855	1.602	722	128	345	57	63	24	32	5	3	0
Ago	2.851	1.607	724	127	336	57	27	19	5	1	2	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

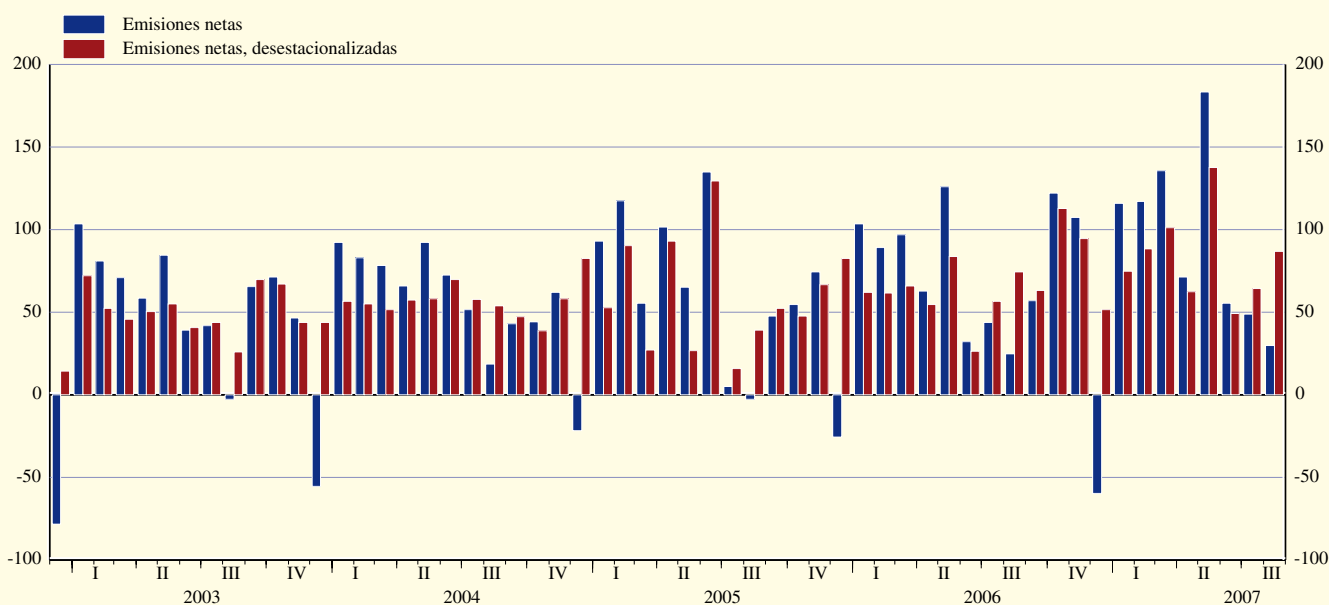
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	720,6	319,8	175,9	20,9	171,5	32,4	723,4	323,7	172,6	20,8	173,8	32,6
2006	805,5	418,6	241,6	32,5	90,5	22,4	807,1	423,9	238,0	32,7	90,1	22,4
2006 III	125,2	78,5	37,4	-4,8	14,5	-0,4	193,8	99,0	58,1	0,8	32,7	3,2
IV	169,7	97,8	98,9	7,6	-41,2	6,7	258,8	133,1	70,7	11,9	38,2	5,0
2007 I	368,5	187,1	81,9	13,0	82,7	3,9	264,2	122,5	99,3	10,6	29,3	2,6
II	310,0	105,9	55,4	36,3	112,4	-0,1	249,4	114,2	42,2	28,2	65,7	-0,9
2007 May	183,4	60,1	39,6	12,8	72,6	-1,7	137,6	56,3	36,0	6,6	39,9	-1,1
Jun	55,3	-4,3	18,4	14,3	26,5	0,3	49,3	18,7	2,0	16,2	13,9	-1,4
Jul	48,7	33,7	29,6	9,3	-23,0	-1,1	64,3	29,6	32,8	7,7	-5,8	0,0
Ago	29,8	34,9	10,9	-10,3	-6,3	0,6	86,6	54,4	30,5	-6,5	5,9	2,4
A largo plazo												
2005	712,9	296,4	176,3	21,3	186,3	32,7	714,0	298,0	173,1	21,0	189,1	32,8
2006	758,7	348,5	236,2	29,1	121,5	23,3	758,7	350,4	232,7	28,9	123,3	23,3
2006 III	122,1	64,4	36,0	0,2	21,5	0,0	180,2	76,1	57,1	2,5	41,1	3,5
IV	208,3	96,3	98,2	9,8	-3,2	7,2	248,1	121,2	70,1	7,3	44,0	5,5
2007 I	254,4	141,2	82,2	1,0	26,7	3,3	215,2	107,3	99,3	7,4	-0,9	-1,1
II	269,7	101,3	56,5	22,3	90,2	-0,6	204,0	97,1	43,2	15,8	49,2	2,3
2007 May	151,5	46,4	39,6	6,3	61,0	-1,8	107,9	37,0	35,7	2,9	33,4	-1,1
Jun	74,1	20,4	19,1	13,8	20,5	0,4	44,0	25,5	2,5	10,7	6,7	-1,5
Jul	28,1	18,8	30,6	1,7	-21,8	-1,2	49,2	17,2	34,1	0,4	-2,6	0,2
Ago	-1,1	4,1	9,8	-1,7	-13,8	0,6	51,7	21,8	29,5	0,8	-2,6	2,3

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

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

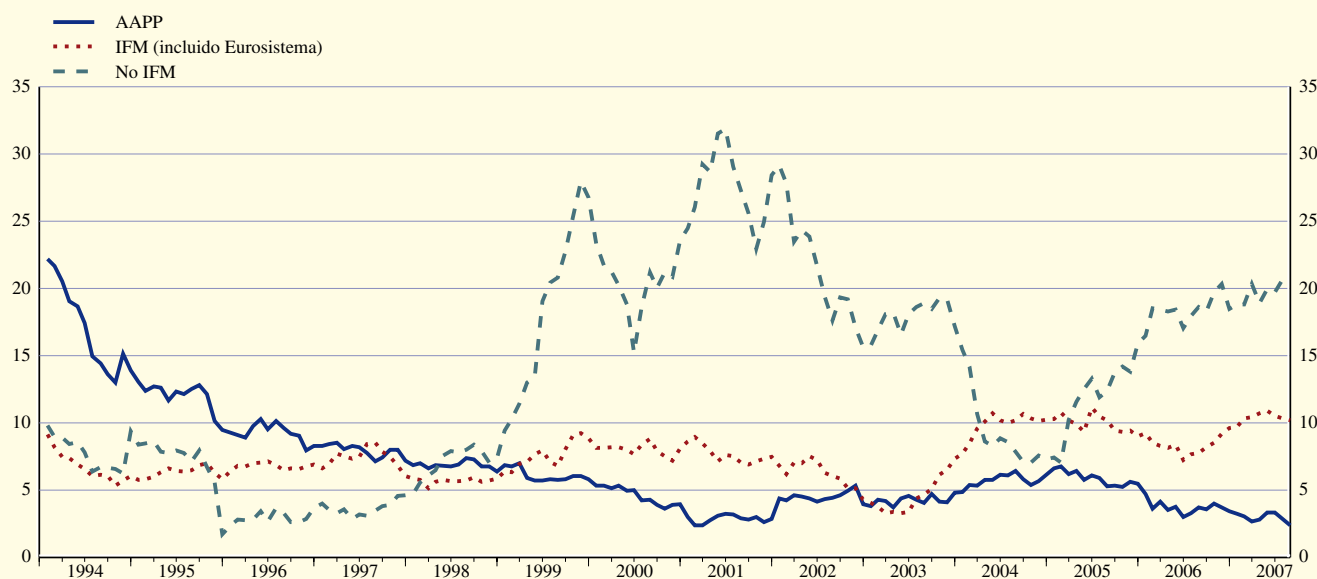


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 Ago	7,2	8,4	27,1	3,1	2,5	12,2	7,0	9,2	24,2	2,0	2,0	9,4
Sep	7,3	9,0	26,4	3,9	2,2	10,4	6,9	9,1	23,4	4,2	1,7	8,1
Oct	7,9	9,6	29,1	3,5	2,6	9,5	8,0	10,2	27,8	4,1	2,3	8,5
Nov	8,2	10,0	29,6	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,1	3,6	3,2	7,0
Dic	7,9	10,2	26,0	5,4	2,1	7,9	8,6	10,9	26,8	4,1	3,2	5,6
2007 Ene	7,9	10,5	26,6	4,5	1,9	7,4	8,9	11,9	27,8	4,8	2,7	4,4
Feb	8,1	10,7	26,6	4,6	2,1	5,8	9,1	12,2	29,2	7,5	2,3	2,1
Mar	8,4	10,4	28,7	5,7	2,4	6,7	9,8	11,8	33,9	7,2	3,1	5,1
Abr	8,4	10,6	26,5	6,0	2,6	7,3	8,8	10,9	25,4	7,7	2,9	6,1
May	8,8	10,4	28,3	6,0	3,5	5,1	9,5	11,5	27,3	8,1	3,8	3,3
Jun	9,0	10,7	26,5	8,2	3,8	3,4	9,4	10,5	26,1	12,4	4,3	1,1
Jul	9,0	10,8	27,3	10,0	3,3	2,6	9,1	9,7	27,0	15,2	3,9	0,8
Ago	9,1	11,1	27,4	9,6	3,1	2,6	9,0	9,9	25,8	11,7	3,9	3,0
A largo plazo												
2006 Ago	7,5	7,8	26,8	5,2	3,1	12,5	7,3	8,3	23,5	3,4	3,2	9,3
Sep	7,5	8,2	26,1	5,3	3,1	10,9	7,3	8,7	22,6	4,9	2,6	8,5
Oct	8,1	8,5	28,8	4,7	3,6	10,0	8,2	9,5	27,3	3,7	3,2	9,0
Nov	8,3	9,2	29,3	5,1	3,3	9,4	9,0	10,6	28,8	2,5	3,9	7,6
Dic	8,2	9,6	25,6	5,7	3,1	8,4	9,0	10,6	26,7	3,8	4,3	6,2
2007 Ene	8,1	9,7	26,3	5,3	2,9	7,6	9,3	11,4	27,8	6,0	3,6	4,8
Feb	8,4	10,3	26,4	4,8	2,9	6,0	9,4	12,4	29,4	6,1	2,6	2,6
Mar	8,5	10,4	28,4	5,3	2,4	6,9	9,6	12,1	34,2	5,6	2,1	5,2
Abr	8,4	10,7	26,5	4,8	2,5	7,4	8,6	11,9	25,7	5,8	1,7	5,8
May	8,9	10,9	28,3	4,2	3,2	5,1	8,8	11,2	27,6	6,0	2,5	2,8
Jun	8,8	10,5	26,7	6,3	3,3	3,4	8,5	10,4	26,6	8,8	2,4	0,6
Jul	8,7	10,3	27,7	7,0	2,9	2,7	8,0	9,3	27,7	8,0	2,1	0,6
Ago	8,4	10,2	27,7	6,9	2,4	2,6	7,5	8,0	26,2	7,6	2,1	2,7

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



Fuente: BCE.

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

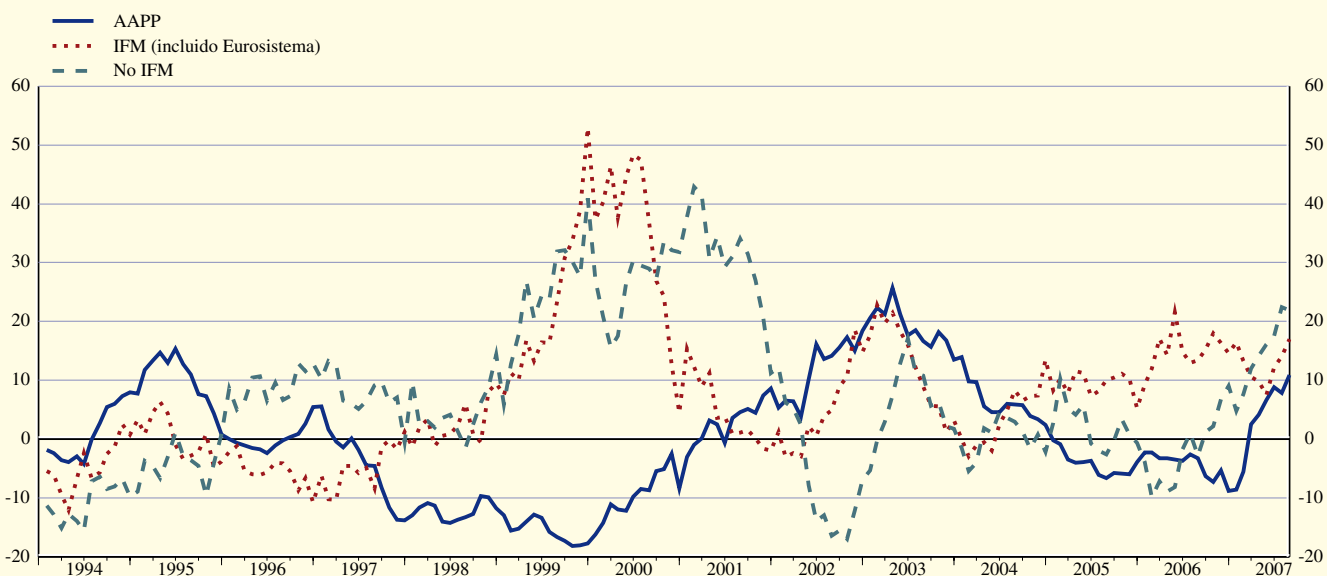
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,5	0,4	5,5	15,0	19,5	18,6	35,7	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	0,9	3,1	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,2	4,5
2006 III	4,4	4,7	15,0	0,6	2,8	13,7	14,9	10,0	37,9	30,9	4,1	6,5
2006 IV	5,1	5,5	19,9	1,1	3,1	11,1	15,5	11,0	36,2	27,3	5,5	4,8
2007 I	5,3	6,4	20,5	2,7	2,9	7,9	15,0	12,1	32,2	21,8	1,5	4,1
2007 II	5,5	7,6	19,8	2,7	2,6	7,7	15,9	12,1	34,6	18,8	5,7	-0,7
2007 Mar	5,2	7,1	20,3	3,1	2,2	8,2	16,0	12,1	36,0	20,5	3,7	2,3
2007 Abr	5,4	7,7	19,8	2,5	2,2	9,0	15,7	12,3	32,7	19,7	5,7	1,8
2007 May	5,7	7,4	20,9	2,1	3,0	7,4	15,9	12,1	35,2	16,8	6,0	-3,3
2007 Jun	5,7	8,2	17,0	3,9	3,0	5,3	16,2	11,8	35,9	19,6	7,0	-3,6
2007 Jul	5,4	8,4	17,5	4,7	2,2	5,0	15,9	11,0	37,0	20,1	6,5	-6,1
2007 Ago	5,3	8,2	18,2	4,9	1,9	4,9	15,4	11,2	36,2	19,0	3,3	-5,7
En euros												
2005	4,3	0,9	8,9	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,1	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,2	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,4	3,6
2006 III	3,6	3,1	11,1	-0,4	2,9	13,7	13,3	8,1	33,4	34,6	4,1	5,1
2006 IV	4,3	4,1	15,0	-0,3	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	30,2	5,6	3,8
2007 I	4,7	5,4	16,0	1,1	3,2	7,9	13,7	10,9	28,8	23,1	1,5	3,6
2007 II	4,8	6,8	16,2	0,8	2,9	7,6	15,1	11,2	32,0	19,6	5,8	-1,3
2007 Mar	4,5	6,2	16,3	1,0	2,5	8,1	15,0	11,3	32,1	21,6	3,8	1,9
2007 Abr	4,7	7,0	16,3	0,6	2,5	8,9	14,9	11,4	30,0	20,9	5,8	1,4
2007 May	5,1	6,6	17,2	0,2	3,3	7,2	15,1	11,1	32,8	17,5	6,1	-3,9
2007 Jun	5,0	7,2	14,0	2,3	3,2	5,3	15,6	10,9	34,1	19,4	7,1	-4,3
2007 Jul	4,7	7,5	14,7	3,7	2,4	5,1	15,2	9,9	35,1	19,3	6,6	-7,0
2007 Ago	4,6	7,5	15,1	3,8	2,1	5,1	14,8	10,5	34,2	18,0	3,4	-6,7

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)

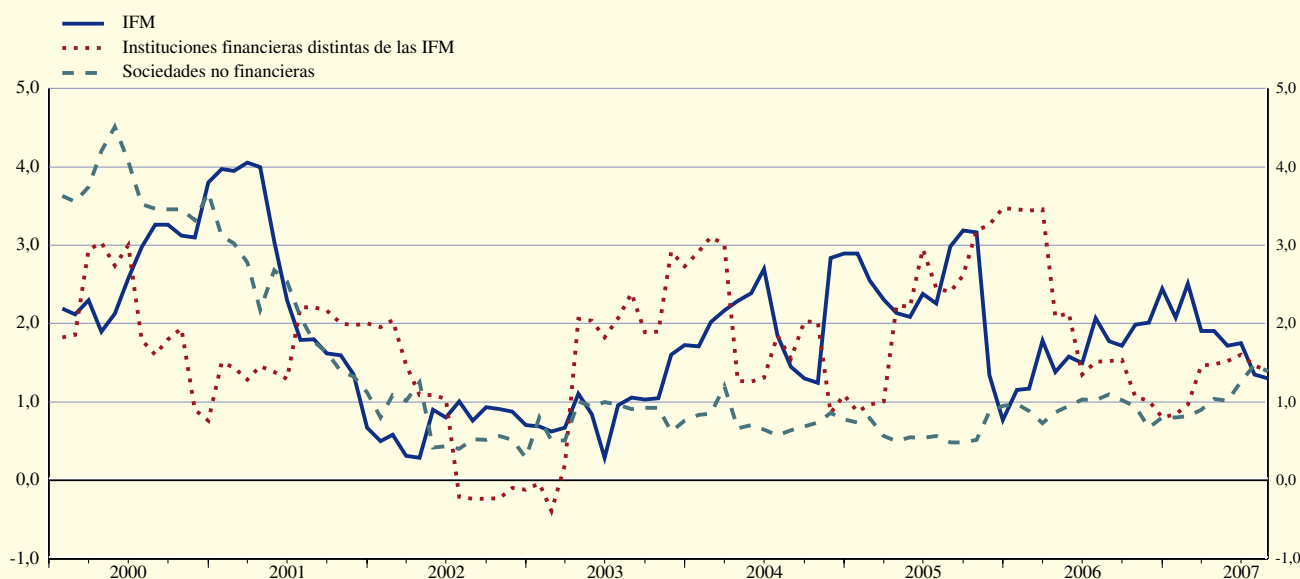
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 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	5.684,5	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.090,7	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	6.862,1	105,7	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3
Jul	6.639,8	105,9	1,5	1.081,1	1,4	607,5	1,5	4.951,1	1,5
Ago	6.521,7	105,9	1,4	1.041,8	1,3	582,6	1,4	4.897,3	1,4

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

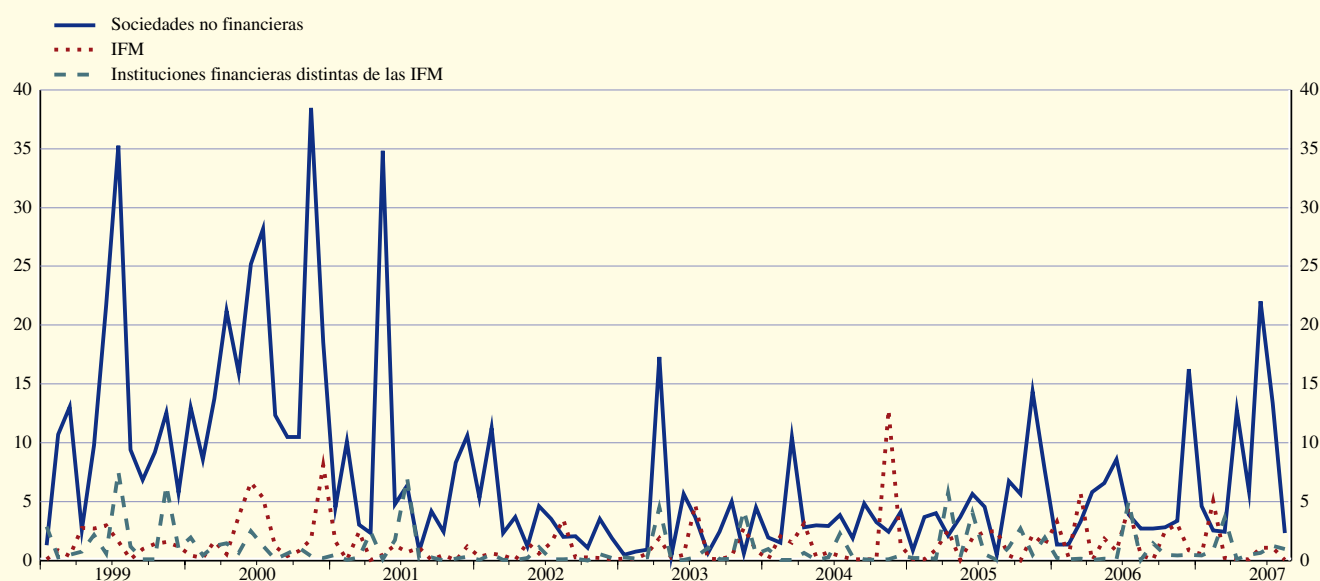
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2005 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	23,7	1,6	22,1	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,0	1,6	20,4
Jul	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,4	1,5	11,8
Ago	3,3	6,5	-3,2	0,0	0,0	0,0	1,0	1,4	-0,5	2,3	5,1	-2,7

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 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	3,46	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,95	3,87	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	3,83	3,72	3,64
Abr	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
May	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
Sep	1,15	4,06	3,98	2,93	2,58	3,50	1,91	4,14	4,35	4,42	3,97

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⁾	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 y hasta 10 años	Más de 10 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	8	9	10	11	12	13
2006 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	5,29	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,25	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
Jul	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
Ago	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
Sep	10,56	8,47	6,82	8,37	8,53	5,22	4,99	5,08	4,98	5,36	5,46	5,87	5,44

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 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	4,51	4,69	4,71
Mar		6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
Abr		6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
May		6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
Jun		6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
Jul		6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
Ago		6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
Sep		6,49	5,93	5,88	5,17	5,20	5,58	5,40

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)

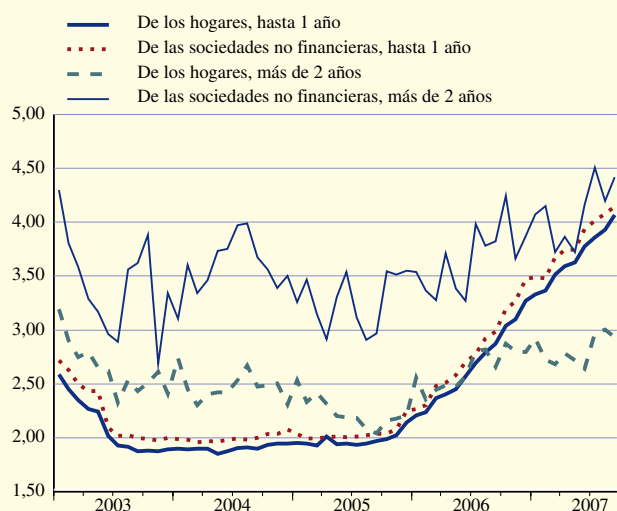
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Oct	0,90	2,69	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
Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
Sep	1,15	3,68	3,05	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93

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 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	5,44	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
Jun	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,36	4,64	4,94	9,02	7,00	6,13	5,91	5,33	5,13

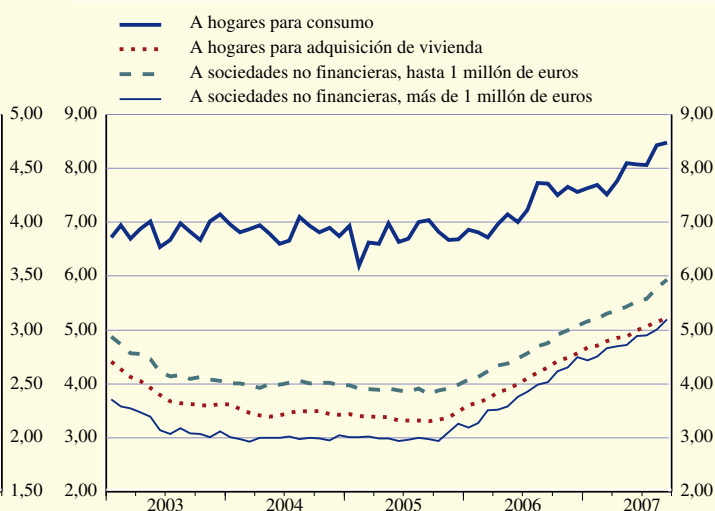
C21 Nuevos depósitos a plazo

(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)

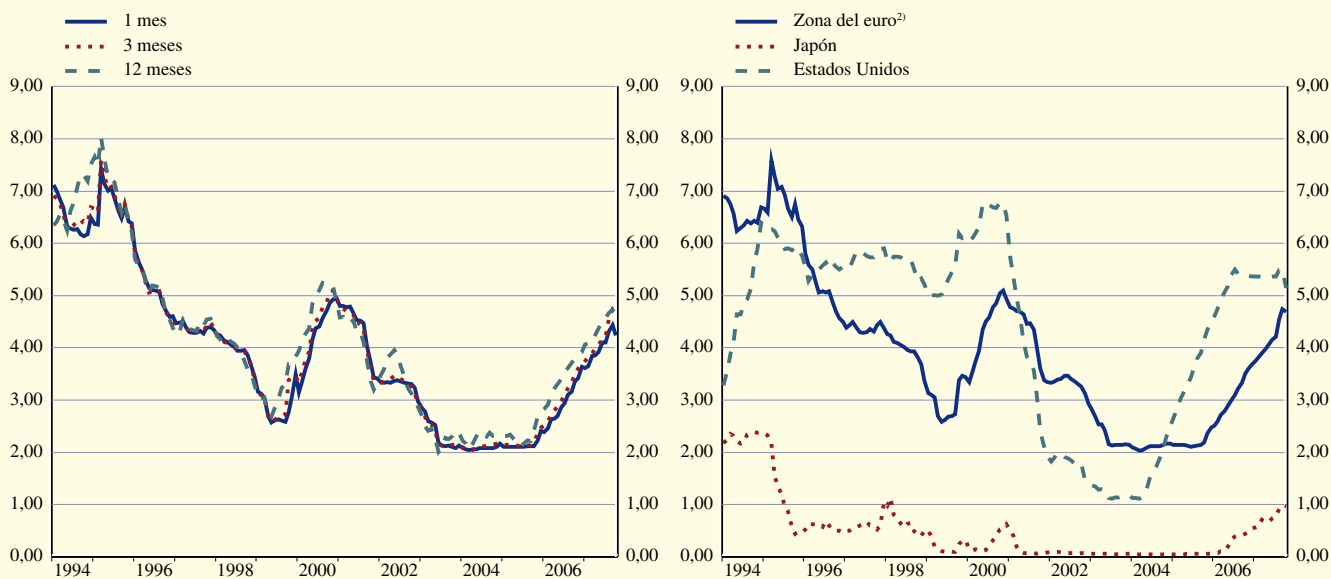
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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 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
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
2006 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
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97

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.

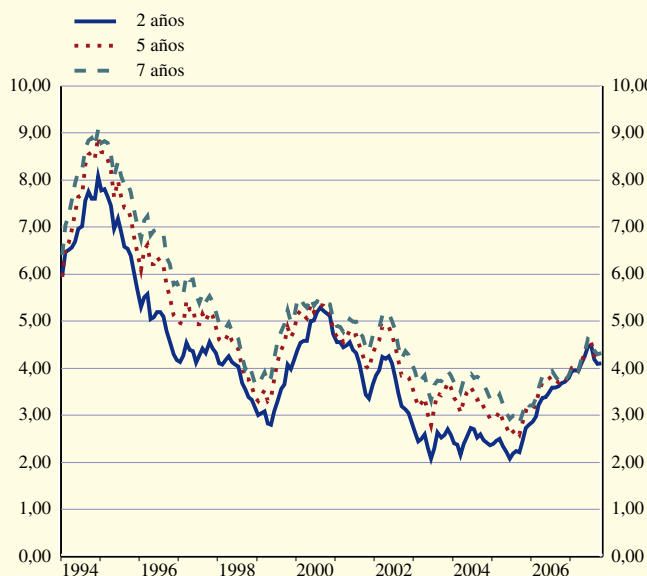
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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 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
III	4,26	4,30	4,34	4,42	4,48	4,74	1,72
2006 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
Sep	4,10	4,14	4,19	4,30	4,37	4,51	1,61
Oct	4,11	4,16	4,21	4,32	4,40	4,52	1,66

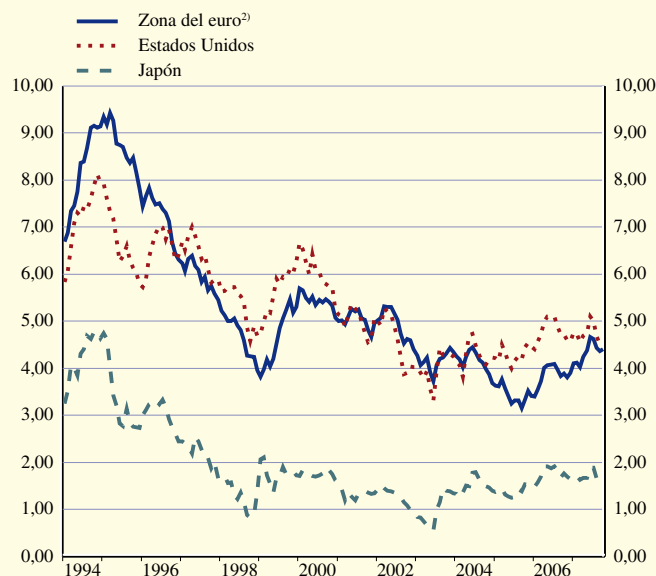
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(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.

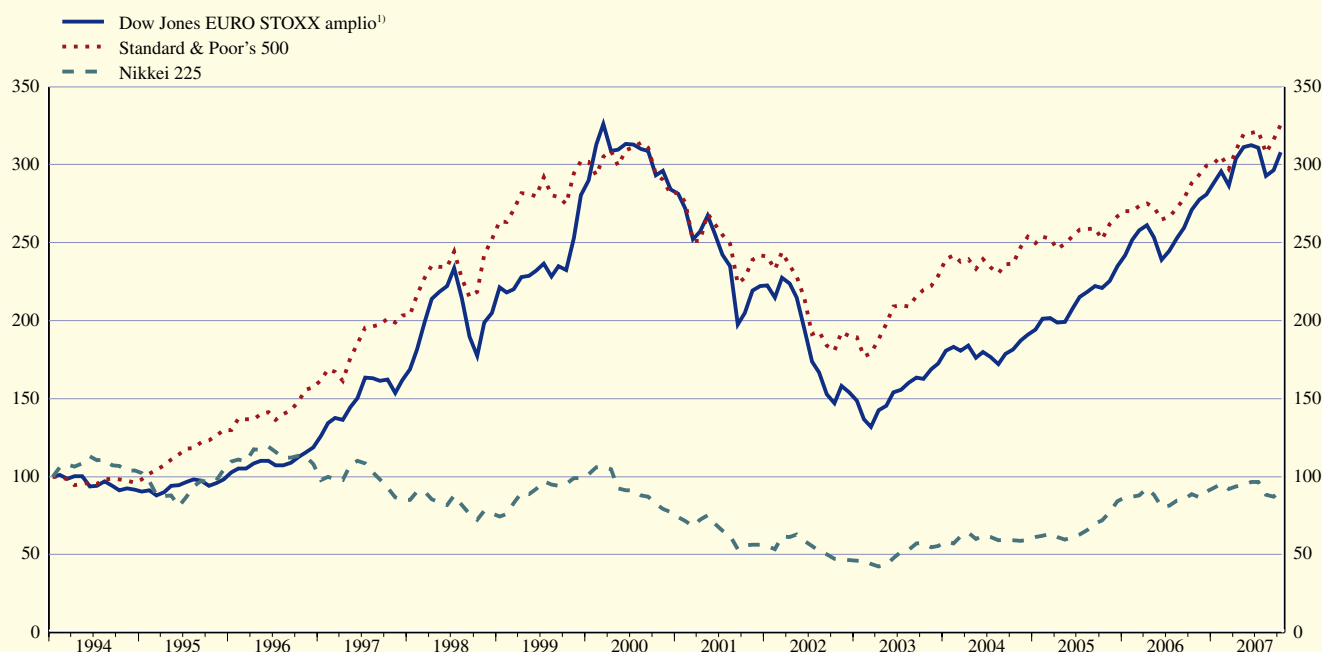
4.8 Índices bursátiles

(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 III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2		
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0		
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9		
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7		
III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5		
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		
Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9		
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2		
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0		
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4		
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0		
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5		
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7		
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4		
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8		
Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0		
Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9		
Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4		

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⁾

% del total ³⁾	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											
	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 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
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,0	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1
2007 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	0,1	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	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,1	1,7	2,1
Sep	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,2	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1
Oct		2,6											

% del total ³⁾	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
	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 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
III	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
2007 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
Ago	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4
Sep	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2

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)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,4	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	4,1	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	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,6	-	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	4,6	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	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,5	-	-3,1	13,8	51,0
III	119,3	2,1	2,6	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,8	-	-	2,0	6,7	54,2
2007 May	118,6	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,7	1,7	0,0	-	-	-3,9	11,9	50,3
Jun	118,8	2,3	2,6	3,1	5,1	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,5	-	-	0,3	14,2	52,6
Jul	119,1	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,9	-	-	-1,7	7,8	55,2
Ago	119,2	1,8	2,3	3,0	4,3	1,6	2,3	1,8	2,4	-2,0	-	-	-3,4	5,4	52,4
Sep	119,6	2,7	3,4	3,1	4,1	1,6	2,9	1,9	3,0	1,6	-	-	12,1	6,9	55,2
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	19,5	3,5	57,7

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,2	2,9	4,0	3,3	4,0	3,0	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,7	2,8	2,8	2,1	2,1
2005	116,5	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,6	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 II	119,2	2,8	2,9	2,4	4,0	1,6	2,3	2,4
III	119,9	2,6	2,7	2,4	3,7	1,9	2,0	2,1
IV	120,6	2,4	2,4	2,1	2,8	2,2	2,2	2,5
2007 I	121,3	2,3	2,3	1,9	2,3	2,0	2,2	2,0
II	122,1	2,5	2,5	1,8	2,7	3,2	2,2	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) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- 2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.
- 8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2003	106,7	1,9	6,2	0,4	3,4	2,1	1,8	3,1	
2004	108,0	1,3	-7,9	-0,2	3,6	0,6	2,7	2,3	
2005	109,2	1,0	6,5	-0,6	3,6	0,6	1,7	1,9	
2006	110,1	0,8	1,6	-1,0	1,5	0,1	2,0	2,4	
2006 II	110,3	1,2	1,4	-0,8	0,5	0,7	1,5	3,6	
III	110,0	1,1	3,2	-0,8	1,6	-0,1	2,4	2,8	
IV	110,0	0,1	-0,3	-1,5	2,4	-0,4	2,1	0,9	
2007 I	110,8	0,8	-0,3	-1,3	1,8	-0,4	3,2	1,9	
II	111,4	1,1	-0,1	-0,1	6,5	0,1	2,9	0,6	
Remuneración por asalariado									
2003	107,7	2,3	2,5	2,2	2,9	2,0	2,5	2,5	
2004	110,1	2,2	2,5	2,7	2,9	1,5	2,0	2,3	
2005	112,0	1,8	1,7	1,5	2,4	1,7	2,0	1,9	
2006	114,5	2,2	1,3	3,2	3,4	1,6	1,5	2,1	
2006 II	114,5	2,4	0,2	3,1	3,2	1,8	1,2	3,0	
III	114,6	2,4	2,5	3,4	3,4	1,2	1,6	2,5	
IV	115,1	1,8	2,4	3,0	3,6	1,8	1,7	0,6	
2007 I	116,1	2,1	2,9	2,3	3,4	1,4	2,8	1,9	
II	116,5	1,8	3,4	3,2	3,3	1,4	2,0	0,6	
Productividad del trabajo ²⁾									
2003	101,0	0,4	-3,4	1,8	-0,4	-0,1	0,7	-0,6	
2004	101,9	0,9	11,3	2,9	-0,7	0,9	-0,7	0,1	
2005	102,6	0,7	-4,6	2,2	-1,1	1,0	0,3	0,0	
2006	104,0	1,4	-0,3	4,2	1,9	1,5	-0,5	-0,4	
2006 II	103,8	1,2	-1,2	4,0	2,7	1,0	-0,3	-0,5	
III	104,2	1,3	-0,7	4,2	1,8	1,3	-0,7	-0,2	
IV	104,6	1,7	2,7	4,6	1,1	2,2	-0,4	-0,4	
2007 I	104,8	1,4	3,2	3,7	1,6	1,8	-0,4	0,0	
II	104,6	0,8	3,5	3,3	-3,0	1,3	-0,9	0,0	

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2003	7.489,9	7.333,2	4.295,6	1.531,3	1.505,6	0,6	156,7	2.640,4	2.483,6
2004	7.774,4	7.614,9	4.449,9	1.587,0	1.572,2	5,8	159,6	2.843,3	2.683,7
2005	8.049,1	7.931,9	4.612,8	1.651,0	1.654,5	13,6	117,2	3.054,0	2.936,8
2006	8.437,7	8.337,5	4.801,1	1.719,3	1.788,8	28,2	100,2	3.388,5	3.288,3
2006 II	2.098,8	2.075,6	1.195,4	430,0	444,7	5,4	23,2	837,5	814,3
III	2.122,6	2.103,3	1.207,0	431,5	451,8	13,0	19,3	851,4	832,1
IV	2.148,6	2.110,4	1.215,2	432,9	462,5	-0,2	38,2	879,6	841,4
2007 I	2.179,5	2.144,8	1.220,6	439,1	475,5	9,7	34,6	888,9	854,3
II	2.198,8	2.161,0	1.235,0	441,1	477,7	7,2	37,8	901,6	863,8
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<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	0,6	0,8	-	-	1,1	1,9
IV	0,8	0,2	0,4	0,4	1,7	-	-	3,1	1,7
2007 I	0,8	0,8	0,0	0,8	1,9	-	-	0,8	1,0
II	0,3	0,2	0,5	0,1	-0,2	-	-	0,8	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,2	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,6	1,3	2,3	-	-	6,9	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,4	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,1	-	-	7,9	7,7
2006 II	2,9	2,6	1,8	1,7	5,7	-	-	7,9	7,4
III	2,9	3,0	1,8	1,9	5,1	-	-	6,8	7,4
IV	3,3	2,6	2,1	2,2	6,0	-	-	9,0	7,2
2007 I	3,2	2,9	1,4	1,9	7,3	-	-	6,7	6,0
II	2,5	2,1	1,5	1,9	4,3	-	-	5,9	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	0,9	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,3	-	-
IV	0,8	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,4	0,6	-	-
2007 I	0,8	0,8	0,0	0,2	0,4	0,2	-0,1	-	-
II	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,2	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	1,6	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	1,1	0,3	1,2	0,0	0,3	-	-
III	2,9	3,0	1,0	0,4	1,1	0,5	-0,1	-	-
IV	3,3	2,5	1,2	0,4	1,3	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,1	0,3	-	-
II	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-

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	6.728,9	150,9	1.394,7	390,8	1.427,5	1.831,6	1.533,4	761,0
2004	6.978,5	153,8	1.430,2	412,6	1.478,9	1.908,8	1.594,2	795,9
2005	7.210,4	142,6	1.457,4	438,7	1.517,4	1.998,2	1.656,1	838,7
2006	7.534,4	138,3	1.521,4	481,4	1.569,4	2.105,6	1.718,3	903,3
2006 II	1.874,1	34,0	377,2	119,2	389,7	523,9	430,0	224,7
III	1.898,1	34,9	383,4	122,2	395,5	530,2	431,8	224,5
IV	1.915,7	35,1	387,4	124,8	399,3	535,7	433,3	232,9
2007 I	1.941,0	35,3	395,0	128,8	402,0	542,1	437,8	238,5
II	1.959,6	35,7	400,1	128,7	405,5	548,5	441,2	239,2
<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	0,2	0,9	3,0	1,2	1,2	0,3	0,5
III	0,6	-0,3	0,9	0,9	0,7	0,6	0,2	0,5
IV	0,7	0,6	0,9	1,2	0,7	0,7	0,3	2,0
2007 I	0,9	1,7	1,2	2,1	0,6	0,9	0,5	-0,3
II	0,4	-0,8	0,6	-1,5	0,6	0,8	0,3	-0,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-6,0	0,3	0,1	0,6	1,5	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,9	2,5	1,6	1,4	1,6
2005	1,5	-5,7	0,6	1,3	1,6	2,7	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	-1,5	3,7	4,6	2,9	3,3	1,3	3,5
III	2,9	-2,4	4,2	4,7	3,1	3,2	1,3	2,6
IV	3,2	0,3	4,5	5,2	3,7	3,4	1,2	3,8
2007 I	3,2	2,2	3,9	7,4	3,2	3,4	1,3	2,7
II	2,6	1,1	3,6	2,7	2,7	3,0	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	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 I	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	-
II	0,4	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	0,1	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	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-
2007 I	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	1,0	0,3	-
II	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	2,1	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,6	0,1	0,6	2,2	-0,5
2005	1,2	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,3	-0,2
2006	3,8	108,0	4,0	4,3	4,4	4,9	5,8	2,5	4,1	2,2	0,9	4,1
2006 III	4,1	108,5	4,1	4,5	4,3	5,7	5,7	1,7	5,0	1,2	1,5	4,0
IV	4,2	109,3	4,0	4,9	4,9	5,4	6,6	3,2	5,5	2,9	-3,2	6,9
2007 I	4,7	110,5	3,9	5,9	6,0	6,6	7,1	4,0	4,3	3,9	-7,6	10,9
II	3,0	111,0	2,6	3,2	3,2	3,0	4,6	2,1	1,3	2,2	-0,8	3,0
2007 Mar	5,2	111,1	4,2	5,8	6,0	6,7	6,7	4,5	4,5	4,4	-7,2	11,0
Abr	3,1	110,3	2,9	4,0	4,1	3,9	5,2	2,8	1,5	3,0	-3,2	3,7
May	2,5	111,4	2,7	2,9	2,9	2,6	4,0	2,0	0,5	2,3	1,9	2,8
Jun	3,4	111,4	2,3	2,7	2,6	2,6	4,5	1,4	1,9	1,3	-1,0	2,6
Jul	3,8	112,2	3,9	4,6	4,7	4,0	7,1	2,8	1,7	3,0	-1,0	1,4
Ago	4,3	113,6	4,4	4,7	4,7	3,3	6,9	5,0	4,6	5,1	1,7	2,7
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Mar	0,9	-	0,6	0,4	0,8	0,5	0,2	0,9	0,4	1,0	0,8	0,5
Abr	-1,8	-	-0,8	-1,0	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,9	-0,8	0,7	-1,1
May	1,0	-	1,1	0,9	1,0	0,9	1,2	0,8	1,9	0,6	2,8	0,2
Jun	0,7	-	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3
Jul	0,3	-	0,7	0,9	0,8	0,6	1,5	0,4	0,0	0,5	0,2	-0,1
Ago	1,2	-	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,9	4,1	1,5	0,8	0,4

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	969	3,0
2006 IV	122,9	7,3	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 I	125,1	8,0	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,2	4,2	950	-1,8
II	129,4	10,6	126,0	6,4	2,1	109,9	0,9	-0,2	1,8	3,0	2,4	951	-1,9
III	.	.	.	.	2,5	110,7	1,3	-0,6	2,4	.	.	960	0,7
2007 Abr	126,3	10,3	124,0	9,4	2,9	110,2	1,6	0,4	2,5	6,8	2,9	916	-5,7
May	128,1	7,5	126,4	5,0	1,0	109,3	0,0	-0,5	0,0	-1,9	0,9	966	-0,8
Jun	133,7	13,8	127,8	5,2	2,4	110,1	1,2	-0,7	2,8	4,1	3,5	970	0,7
Jul	129,3	12,0	127,5	10,2	2,4	110,5	1,4	-1,8	3,5	5,5	4,1	950	0,9
Ago	130,0	5,2	128,2	6,2	1,9	110,5	0,8	0,2	1,2	0,8	1,8	959	0,7
Sep	.	.	.	.	3,1	110,9	1,6	-0,1	2,5	.	.	971	0,4
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Abr	-	-0,6	-	-1,6	0,0	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-0,9	-	-	-5,6
May	-	1,4	-	2,0	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,7	-3,4	-0,4	-	5,4
Jun	-	4,4	-	1,1	0,8	-	0,7	0,0	1,2	2,9	1,4	-	0,5
Jul	-	-3,3	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,2	0,5	0,9	0,5	-	-2,1
Ago	-	0,5	-	0,6	0,1	-	0,0	0,2	-0,1	-0,4	0,5	-	1,0
Sep	-	.	-	.	0,7	-	0,3	0,4	0,3	.	.	-	1,3

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 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	84,6	-2	-1	0	2	-7
III	109,3	4	5	5	13	84,3	-4	-2	-3	3	-7
2007 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	6	5	14	84,3	-2	-1	1	0	-7
Ago	110,0	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
Sep	106,9	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
Oct	105,9	2	1	8	11	84,2	-6	-3	-6	5	-10

	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
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 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
III	-1	-8	7	1	7	14	10	20	16	20	24
2007 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	-6	6	3	9	14	13	21	17	21	26
Ago	-1	-9	6	3	10	14	13	21	17	21	24
Sep	0	-8	8	-3	2	15	4	18	13	18	22
Oct	-2	-9	6	-2	3	16	8	18	14	17	22

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 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	84,6	15,4	4,2	17,6	7,6	25,1	15,5	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,153	0,4	0,4	0,8	-2,6	-1,4	0,5	0,8	0,9	1,6
2004	137,368	0,9	0,7	1,8	-0,8	-1,1	1,5	1,3	2,2	1,3
2005	138,546	0,9	1,0	0,0	-1,1	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,639	1,5	1,7	0,7	-1,2	-0,2	2,6	1,5	3,6	1,6
2006 II	140,542	1,7	1,8	1,0	-0,1	-0,1	1,9	1,9	3,6	1,8
III	140,893	1,6	1,7	0,6	-1,6	0,0	2,8	1,6	3,9	1,4
IV	141,399	1,5	1,7	0,7	-2,5	-0,2	4,0	1,3	3,8	1,6
2007 I	142,210	1,8	2,1	-0,1	-1,0	0,3	5,8	1,3	3,8	1,4
II	142,983	1,7	2,1	-0,2	-2,2	0,4	5,8	1,1	4,0	1,3
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2006 II	0,822	0,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,3	0,7	0,9	0,5
III	0,351	0,3	0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,8	0,2	1,0	0,1
IV	0,506	0,4	0,4	0,0	-0,6	0,0	1,6	0,0	1,0	0,4
2007 I	0,811	0,6	0,6	0,4	0,4	0,2	1,9	0,5	0,9	0,4
II	0,773	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	1,6	0,6	1,0	0,4

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,762	8,7	9,935	7,7	2,826	16,5	6,366	7,8	6,396	9,9
2004	13,112	8,9	10,154	7,8	2,958	17,3	6,571	8,0	6,540	10,0
2005	13,368	8,9	10,384	7,8	2,984	17,5	6,744	8,1	6,624	10,0
2006	12,543	8,3	9,798	7,3	2,744	16,3	6,232	7,4	6,311	9,4
2006 III	12,308	8,1	9,631	7,2	2,677	16,0	6,109	7,3	6,199	9,2
IV	12,054	8,0	9,385	7,0	2,669	15,9	5,942	7,1	6,112	9,1
2007 I	11,658	7,7	9,105	6,7	2,554	15,4	5,706	6,8	5,952	8,8
II	11,407	7,5	8,909	6,6	2,498	15,1	5,606	6,7	5,801	8,6
III	11,246	7,4	8,772	6,5	2,474	14,9	5,553	6,6	5,692	8,4
2007 Abr	11,461	7,5	8,960	6,6	2,501	15,1	5,623	6,7	5,838	8,6
May	11,404	7,5	8,908	6,6	2,497	15,0	5,604	6,7	5,800	8,5
Jun	11,355	7,5	8,860	6,5	2,495	15,0	5,590	6,6	5,765	8,5
Jul	11,298	7,4	8,814	6,5	2,484	15,0	5,572	6,6	5,726	8,4
Ago	11,248	7,4	8,775	6,5	2,473	14,9	5,555	6,6	5,693	8,4
Sep	11,191	7,3	8,727	6,4	2,464	14,9	5,532	6,6	5,659	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⁾
	Total	Impuest. directos					Impuest. indirectos		Cotizaciones sociales	Emplea-dores		Ventas	Impuest. sobre el capital				
		Hogares	Empresas		Recibidos por inst. de la UE	Asalariados											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5			
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0			
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7			
2001	45,8	45,6	12,3	9,3	2,7	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8			
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3			
2003	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2			
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8			
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1			
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8			

2. Zona del euro - empleos

	Empleos corrientes														Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,3				
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4				
2000	47,7	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7				
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9				
2002	47,9	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4				
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8				
2004	47,4	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,7	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3				
2005	47,5	43,6	10,4	5,1	3,0	25,2	22,4	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,5				
2006	47,2	43,1	10,2	5,0	2,9	25,0	22,2	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,3				

3. Zona del euro - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-2,3	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

4. Países de la zona del euro - déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	0,5	-3,1	-1,6	-2,9	-2,7	2,5
2004	0,0	-3,8	1,3	-7,3	-0,3	-3,6	-3,5	-1,2	-1,7	-1,2	-3,4	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,4	1,2	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-0,1	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,4	-1,6	2,9	-2,5	1,8	-2,5	-4,4	0,7	0,6	-1,4	-3,9	-1,2	3,8

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	74,1	2,8	16,2	6,4	48,8	55,6	28,4	13,6	13,7	18,4
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,6	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,2	50,5	48,8	25,3	13,8	9,6	23,2
2000	69,4	2,7	13,2	3,7	49,8	44,3	22,0	12,5	9,8	25,1
2001	68,3	2,8	12,4	4,0	49,2	42,1	20,6	11,2	10,3	26,3
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,1	40,2	19,3	10,7	10,1	28,0
2003	69,1	2,0	12,3	5,0	49,7	39,4	19,4	11,2	8,8	29,8
2004	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,4	32,0
2005	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4	35,5	17,3	10,9	7,2	34,8
2006	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7	32,9	17,6	8,4	6,9	35,7

2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	0,9

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	6,3	52,0	64,6	56,9	27,9	44,3
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	6,4	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,2	67,8	27,4	98,0	43,0	66,7	106,2	6,2	52,3	63,4	63,7	27,4	41,4
2006	88,2	67,5	25,1	95,3	39,7	64,2	106,8	6,6	47,9	61,7	64,8	27,1	39,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,5	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,0	1,0	-2,1	2,5

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 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	39,7
IV	49,1	48,7	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
II	45,6	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	41,9	41,4	9,7	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
II	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
III	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,5	12,8	15,3	1,7	0,7	0,4	0,3	37,9
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,1
III	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 I	42,0	41,5	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,8	44,1	11,9	13,3	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,7
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
IV	49,4	48,7	13,4	14,3	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,2
2006 I	42,5	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,9	45,4	12,6	13,6	15,3	2,0	1,2	0,5	0,3	41,8
III	43,6	43,1	11,4	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,9	49,3	14,2	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	44,9
2007 I	42,4	41,9	10,4	13,4	14,9	1,7	0,9	0,5	0,3	38,9
II	46,4	45,8	13,1	13,7	15,1	1,9	1,2	0,5	0,3	42,2

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2001 II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,8	-2,1	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,9	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	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 I	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
II	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 I	45,5	42,4	10,1	4,5	2,9	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
II	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
III	46,2	42,0	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
IV	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,6	41,3	9,9	4,5	2,9	24,0	20,6	1,1	3,3	2,0	1,3	-2,2	0,7
II	45,2	41,8	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,1	3,4	2,4	1,0	1,2	4,4

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⁾

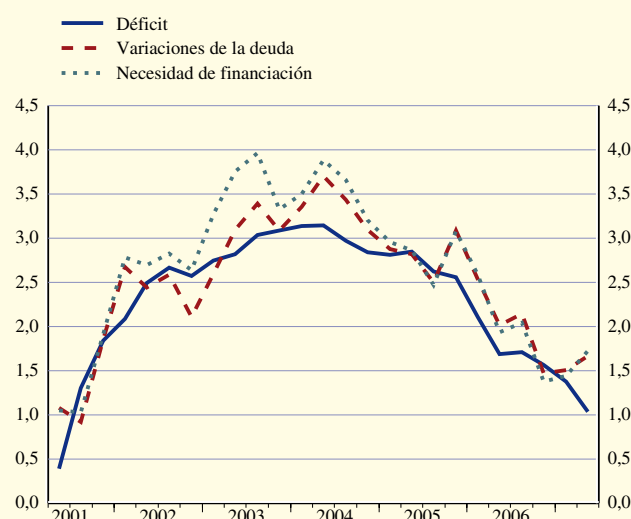
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 III	71,0	2,3	12,1	5,5	51,2
IV	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 I	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
II	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 I	70,7	2,5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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2004 III	1,8	-3,4	-1,6	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
IV	-3,0	-1,5	-4,5	-3,3	-2,6	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 I	7,2	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	0,0	0,0	7,3
II	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
III	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
IV	-0,6	-1,3	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,4	-0,5
2006 I	4,8	-3,0	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,1
II	3,3	-0,1	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,7	-0,6	2,6
III	1,2	-2,6	-1,4	-0,9	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,7	1,0
IV	-3,0	-0,8	-3,8	-2,1	-1,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-2,9
2007 I	4,8	-2,2	2,6	1,8	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,4	1,2	5,2
II	3,8	1,2	5,0	4,8	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	3,7

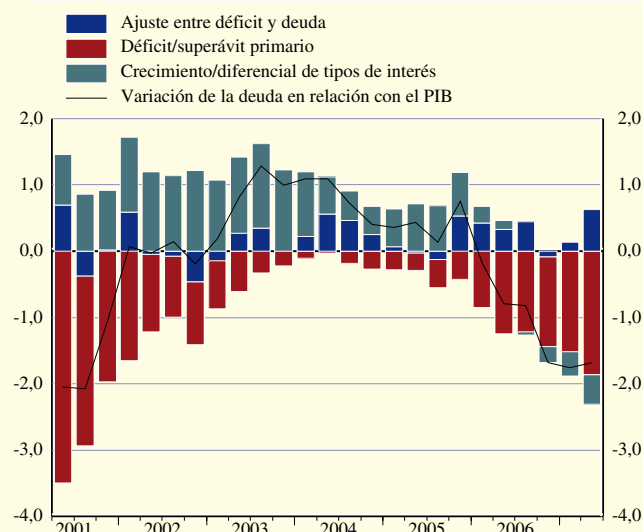
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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	-0,2	8,6	7,8	4,7	-21,2	5,0	4,8	4,7	-14,6	129,8	-16,4	-92,5	-1,6	-9,5
II	-1,4	20,3	14,4	-19,5	-16,6	2,6	1,2	23,2	-69,1	69,5	-14,1	41,0	-4,2	-24,4
2006 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	-3,7	-4,2	1,1	1,1	-1,7	2,2	-1,4	42,7	-13,8	42,7	-4,2	20,9	-3,0	-41,2
Feb	-3,6	2,6	2,9	3,0	-12,1	1,1	-2,4	2,0	-3,2	22,9	-7,9	-9,3	-0,5	0,5
Mar	7,1	10,1	3,8	0,6	-7,4	1,6	8,7	-39,9	2,4	64,2	-4,3	-104,1	1,9	31,2
Abr	-3,6	4,5	3,5	-4,0	-7,6	0,6	-3,0	40,8	-7,4	-3,6	-3,6	56,9	-1,5	-37,8
May	-11,6	4,4	4,0	-14,9	-5,1	1,9	-9,7	2,0	-24,2	2,5	-0,8	25,2	-0,7	7,8
Jun	13,8	11,3	6,9	-0,6	-3,8	0,1	13,9	-19,5	-37,4	70,6	-9,7	-41,1	-1,9	5,6
Jul	4,8	9,4	4,6	-1,8	-7,4	0,9	5,7	47,1	0,1	30,2	-10,8	30,8	-3,2	-52,8
Ago	0,7	3,9	3,1	1,4	-7,6	0,2	0,9	52,8	-8,5	13,3	-12,5	59,2	1,3	-53,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2007 Ago	23,1	65,5	42,2	-7,9	-76,7	13,7	36,7	121,1	-179,3	403,4	-46,8	-45,1	-11,1	-157,9

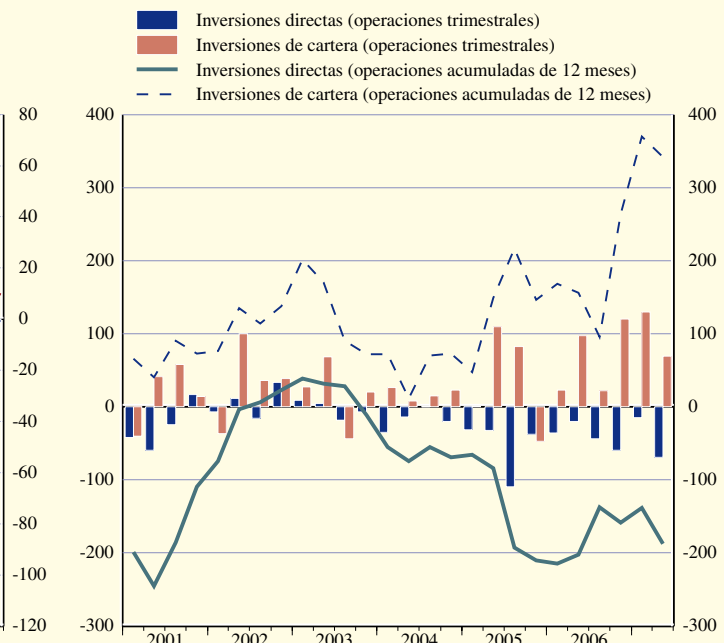
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

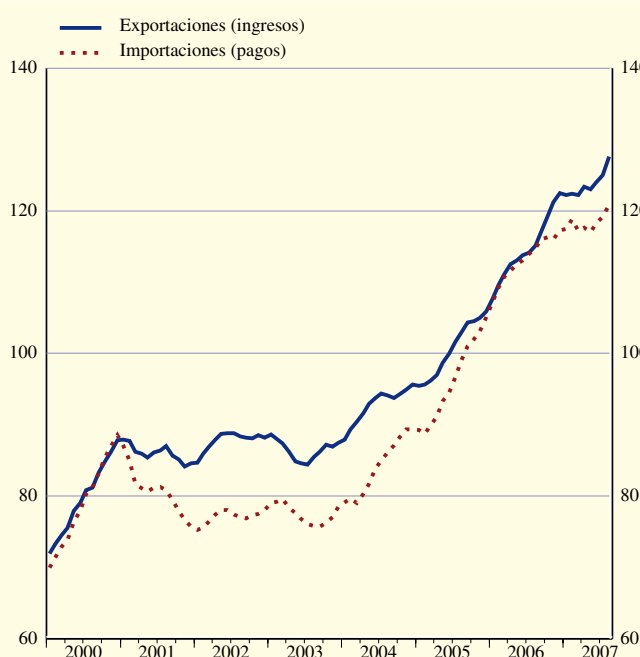
(mm de euros; operaciones)

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	615,8	616,0	-0,2	361,3	352,8	105,3	97,5	122,4	117,7	26,7	48,0	7,8	2,8
II	647,0	648,4	-1,4	373,2	353,0	116,7	102,3	138,6	158,1	18,5	35,0	4,9	2,4
2007 Jun	228,6	214,7	13,8	130,4	119,1	41,6	34,6	50,0	50,7	6,5	10,3	1,0	0,9
Jul	220,3	215,4	4,8	129,7	120,3	42,8	38,1	42,4	44,2	5,4	12,8	1,8	0,9
Ago	211,1	210,3	0,7	120,2	116,3	42,2	39,2	42,1	40,7	6,5	14,1	1,1	0,9
	Datos desestacionalizados												
2006 II	580,8	585,6	-4,8	341,3	339,1	106,2	97,2	112,1	110,9	21,3	38,4	.	.
III	598,1	607,4	-9,3	351,3	347,9	106,4	98,1	119,4	119,7	21,0	41,7	.	.
IV	621,9	619,6	2,3	367,3	351,8	108,8	100,1	123,5	123,9	22,2	43,8	.	.
2007 I	630,4	622,5	7,9	366,7	351,6	114,5	102,7	126,6	128,1	22,6	40,1	.	.
II	642,8	635,4	7,5	371,9	354,7	117,1	105,8	131,7	134,9	22,2	40,0	.	.
2006 Dic	212,0	210,1	1,9	124,1	120,3	36,9	33,0	42,4	42,6	8,6	14,1	.	.
2007 Ene	204,3	202,4	1,9	120,2	116,5	37,1	34,1	41,3	41,2	5,7	10,6	.	.
Feb	214,3	212,8	1,5	122,7	119,5	38,3	34,2	42,5	42,3	10,7	16,8	.	.
Mar	211,8	207,2	4,5	123,8	115,6	39,1	34,3	42,8	44,7	6,1	12,7	.	.
Abr	210,4	210,7	-0,3	123,5	117,9	39,1	35,2	41,1	43,0	6,7	14,6	.	.
May	212,9	212,0	0,9	121,7	117,4	38,5	35,4	44,7	45,9	8,0	13,2	.	.
Jun	219,5	212,7	6,9	126,7	119,3	39,5	35,3	45,9	45,9	7,5	12,2	.	.
Jul	217,6	213,8	3,8	126,5	120,7	38,0	34,7	45,3	44,6	7,8	13,7	.	.
Ago	221,8	218,0	3,8	129,6	122,5	39,5	35,7	45,0	45,3	7,8	14,5	.	.

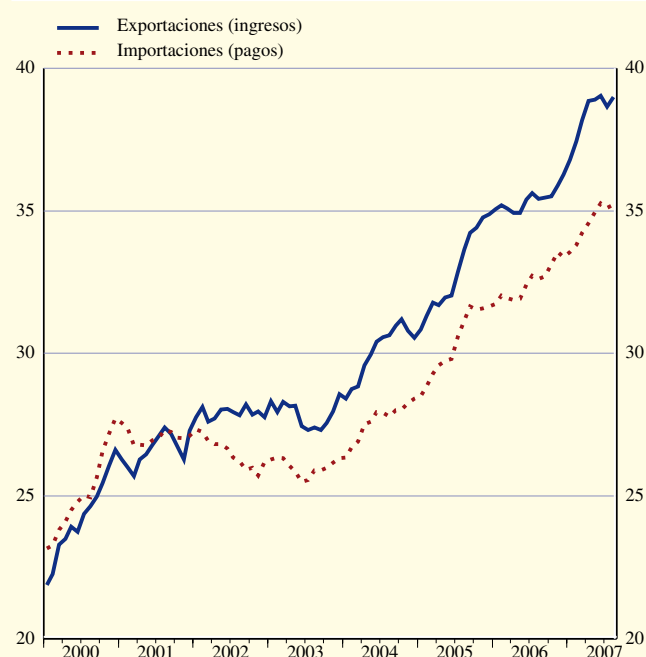
C32 Bienes

(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 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	118,5	115,8	34,4	22,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
II	4,0	2,5	134,6	155,6	38,8	22,8	5,7	4,9	16,0	52,8	28,6	28,1	45,4	47,1

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	-92,0	-59,6	-4,7	-54,9	-32,4	2,1	-34,5	77,4	48,3	0,9	47,4	29,1	-0,8	29,9
II	-109,4	-83,5	-6,1	-77,4	-25,9	-1,5	-24,5	40,3	42,4	-1,0	43,5	-2,1	0,7	-2,9
2006 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	-25,7	-24,1	-2,3	-21,8	-1,6	2,3	-3,9	11,9	5,8	0,3	5,6	6,0	-1,0	7,0
Feb	-36,7	-15,4	5,6	-21,0	-21,3	-0,3	-21,0	33,5	25,7	4,2	21,5	7,8	0,2	7,5
Mar	-29,6	-20,1	-8,0	-12,1	-9,5	0,1	-9,6	32,0	16,7	-3,6	20,4	15,3	-0,1	15,4
Abr	-25,3	-16,9	-1,6	-15,4	-8,4	-0,4	-7,9	17,9	13,5	-0,6	14,2	4,4	0,4	4,0
May	-41,3	-37,1	-3,4	-33,7	-4,2	0,1	-4,3	17,1	23,4	0,1	23,3	-6,3	0,4	-6,7
Jun	-42,8	-29,4	-1,1	-28,3	-13,4	-1,2	-12,2	5,3	5,5	-0,5	5,9	-0,2	0,0	-0,1
Jul	-12,9	-8,6	-0,7	-7,9	-4,3	0,0	-4,3	13,0	4,3	0,0	4,3	8,7	-0,2	8,9
Ago	-25,7	-18,1	-2,9	-15,2	-7,6	0,7	-8,3	17,1	6,7	-0,1	6,8	10,4	-0,2	10,6

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				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Pasivos
			AAPP	Otros sectores	AAPP			Otros sectores							
	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	-19,0	1,4	-0,8	113,5	-0,7	-50,4	-42,6	-1,2	141,8	0,7	-23,3	-13,4	-5,5	21,9
II	0,0	-4,9	-5,3	-1,5	71,5	-0,3	-65,7	-50,9	-0,5	110,9	-0,1	-13,4	-9,2	-4,5	36,9
2006 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	-3,8	1,4	-	49,9	-0,1	-31,9	-9,9	-	34,4	0,5	-7,8	-7,9	-	17,8
Feb	0,0	-19,0	-10,6	-	36,5	-0,1	-16,2	-9,2	-	39,8	0,1	-5,2	-2,2	-	9,0
Mar	0,0	3,8	10,5	-	27,1	-0,6	-2,2	-23,5	-	67,6	0,2	-10,4	-3,3	-	-5,0
Abr	0,0	1,5	-13,5	-	-11,7	0,0	-24,2	-9,1	-	35,1	0,0	-2,6	1,4	-	19,5
May	0,0	-9,0	6,8	-	12,2	-0,1	-28,0	-23,3	-	36,4	0,0	-6,5	-3,7	-	17,7
Jun	0,0	2,6	1,3	-	71,0	-0,2	-13,4	-18,5	-	39,4	-0,1	-4,3	-6,9	-	-0,3
Jul	0,0	-1,7	-0,5	-	49,8	-0,5	-23,3	-11,5	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	0,9
Ago	0,0	9,5	-2,3	-	-27,4	0,0	-0,6	-10,4	-	21,9	0,1	10,2	10,3	-	2,1

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				
															Efectivo y depósitos	
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	-373,0	280,5	-5,3	5,4	7,2	5,2	1,6	-290,4	266,7	-76,5	29,7	-213,9	237,0	-84,6	-39,2	6,9
II	-191,1	232,1	-3,5	10,9	-17,5	-17,4	-0,2	-131,7	178,7	-39,3	46,1	-92,4	132,7	-38,4	3,9	42,7
2006 Ago	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
Sep	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
Oct	-106,9	84,8	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,5	64,3	-42,1	5,5	-36,5	58,8	-25,4	3,2	23,7
Nov	-151,4	97,0	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,4	71,3	-10,8	27,9	-95,6	43,4	-41,7	-8,5	21,0
Dic	-22,7	-5,0	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,6	-37,0	-20,8	-5,1	-4,8	-31,9	3,3	23,4	32,1
2007 Ene	-140,9	161,9	-1,4	3,8	4,5	1,3	-5,0	-100,6	154,6	-31,9	10,3	-68,7	144,2	-43,4	-33,4	8,4
Feb	-117,9	108,6	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,8	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-24,5	-7,6	22,8
Mar	-114,2	10,0	-0,3	2,0	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-16,8	1,8	-24,4
Abr	-136,5	193,4	0,6	2,9	0,5	-2,9	0,5	-127,0	165,9	-9,9	12,3	-117,1	153,7	-10,6	-3,9	24,0
May	-51,9	77,2	-2,5	-0,8	-5,8	-6,1	-0,3	-27,1	76,2	-6,0	24,8	-21,1	51,4	-16,5	2,2	2,1
Jun	-2,6	-38,4	-1,5	8,8	-12,1	-8,4	-0,4	22,3	-63,3	-23,4	9,0	45,7	-72,4	-11,3	5,6	16,6
Jul	-6,2	37,1	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,0	48,4	-13,7	12,1	-24,3	36,3	13,3	5,5	-2,7
Ago	-26,9	86,1	-2,6	4,3	0,6	0,9	4,0	-10,0	56,9	-23,2	0,5	13,2	56,3	-14,9	-5,2	20,9

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2006 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
2006 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
2006 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	5,3	0,1	0,0	7,4	2,2	5,2	-0,2	0,0	1,7	-0,1
2007 II	-3,5	0,0	10,9	-0,1	0,0	-17,1	0,3	-17,4	-0,3	0,0	-0,3	0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-519,6	-4,1	489,2	3,0	-6,9	-217,7	-242,7	25,0	-10,6	15,1	239,9	6,8
2006 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
2006 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
2006 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	-282,1	-8,3	264,7	1,9	-2,2	-74,3	-35,0	-39,2	-8,1	-2,1	3,6	5,4
2007 II	-127,1	-4,6	177,7	1,1	-2,7	-29,6	-33,5	3,9	-6,1	5,0	37,1	0,5

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 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
2006 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
2006 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	-1,6	0,4	0,0	0,8	-2,9	1,4	-5,0	0,4	-5,8	6,1	0,0	0,0
2007 II	-4,2	0,7	-0,1	-0,5	-4,2	-0,8	-0,3	-0,1	-2,3	-0,7	0,0	0,0

Fuente: BCE.

7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

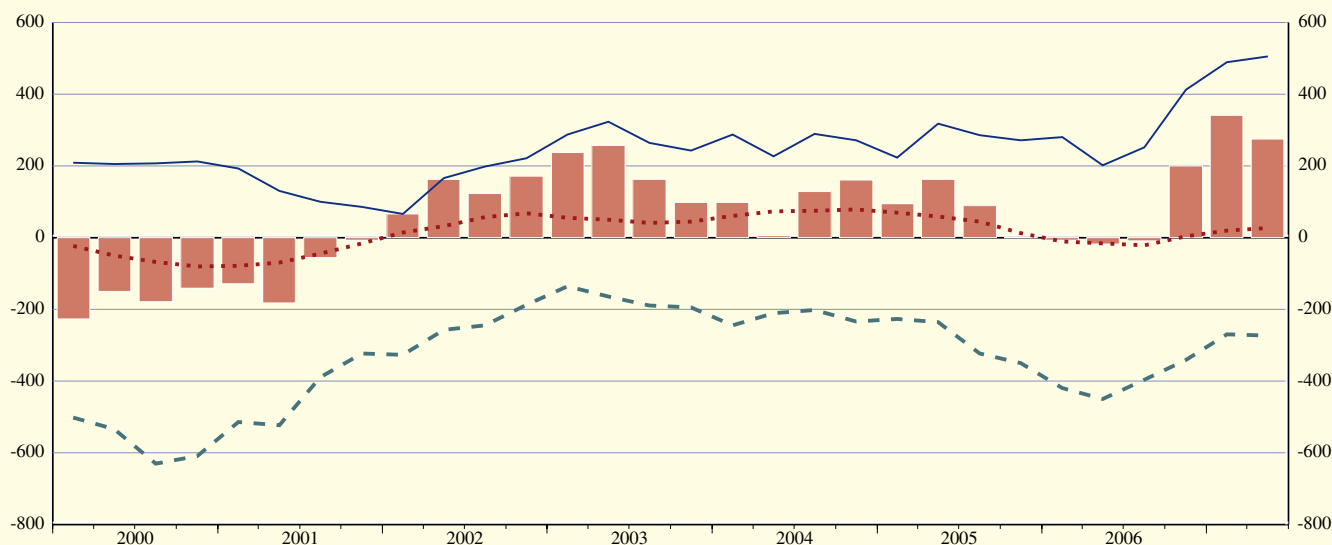
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	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	4,8	-74,1	53,6	-50,5	94,8	150,8	-118,5	49,9	-16,4	-9,5	89,7	102,0
II	1,2	-107,0	29,5	-59,6	60,7	117,3	-98,0	27,7	-14,1	-24,4	-0,3	-5,8
2006 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	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-22,9
Feb	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	41,1	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	48,0	40,6
Mar	8,7	-21,7	32,1	-16,3	13,7	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	67,5	84,3
Abr	-3,0	-23,3	17,5	-21,1	-14,3	33,5	-10,1	24,5	-3,6	-37,8	-37,7	-40,2
May	-9,7	-38,0	16,7	-20,2	10,9	40,3	-22,4	1,8	-0,8	7,8	-13,5	-12,3
Jun	13,9	-40,5	5,4	-24,1	64,1	43,5	-23,4	16,1	-9,7	5,6	51,0	46,8
Jul	5,7	-12,2	13,2	-7,7	35,2	11,6	31,3	-4,6	-10,8	-52,8	8,8	6,0
Ago	0,9	-23,5	17,4	-2,4	-17,5	27,0	-14,4	24,9	-12,5	-53,7	-53,8	-51,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2007 Ago	37,6	-333,2	189,7	-204,8	244,1	524,8	-204,1	181,2	-46,8	-158,1	230,4	243,7

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones³⁾



Fuente: BCE.

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

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional

(mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.475,7	941,8	51,3	79,0	485,3	266,2	60,1	32,6	56,0	158,8	397,1	889,4
Bienes	1.449,9	528,1	33,1	53,3	229,8	211,9	0,0	17,9	34,7	82,4	198,1	588,6
Servicios	446,3	159,7	9,1	12,0	106,2	26,9	5,5	6,4	10,7	42,7	80,0	146,7
Renta	491,1	189,4	8,6	13,1	136,5	24,9	6,4	7,7	10,3	27,8	111,4	144,6
de la cual: rentas de la inversión	475,0	184,0	8,5	12,9	134,8	24,7	3,1	7,6	10,2	21,3	109,9	141,9
Tranferencias corrientes	88,5	64,6	0,5	0,7	12,7	2,6	48,1	0,6	0,3	5,8	7,7	9,5
Cuenta de capital	26,0	20,5	0,0	0,0	0,9	0,1	19,5	0,0	0,4	0,4	0,9	3,7
Pagos												
Cuenta corriente	2.465,3	812,4	41,1	76,3	390,0	207,7	97,3	26,1	90,2	152,5	355,2	1.029,0
Bienes	1.395,8	412,4	27,9	49,0	170,4	165,1	0,0	12,1	54,2	71,1	134,1	711,8
Servicios	405,8	131,5	7,6	9,7	84,9	29,1	0,1	5,9	7,4	31,7	87,1	142,2
Renta	498,2	164,6	5,2	16,8	124,8	9,8	8,0	6,3	28,1	44,3	127,2	127,8
de la cual: rentas de la inversión	488,4	158,9	5,2	16,7	123,6	5,5	7,9	6,2	28,0	43,8	126,3	125,3
Tranferencias corrientes	165,5	103,9	0,4	0,9	9,7	3,6	89,2	1,8	0,4	5,4	6,8	47,2
Cuenta de capital	11,6	1,8	0,0	0,1	1,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,6	7,4
Neto												
Cuenta corriente	10,4	129,5	10,2	2,7	95,3	58,6	-37,2	6,6	-34,2	6,3	42,0	-139,7
Bienes	54,1	115,7	5,2	4,3	59,4	46,8	0,0	5,9	-19,5	11,3	64,0	-123,3
Servicios	40,5	28,2	1,6	2,2	21,3	-2,3	5,4	0,5	3,3	11,1	-7,1	4,5
Renta	-7,1	24,8	3,3	-3,7	11,7	15,0	-1,6	1,4	-17,8	-16,5	-15,8	16,8
de la cual: rentas de la inversión	-13,5	25,1	3,3	-3,8	11,2	19,2	-4,8	1,4	-17,8	-22,5	-16,3	16,6
Tranferencias corrientes	-77,0	-39,2	0,1	-0,2	3,0	-1,0	-41,1	-1,2	-0,2	0,4	0,9	-37,7
Cuenta de capital	14,4	18,7	0,0	0,0	-0,3	-0,2	19,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-3,7

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						
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-187,1	-49,4	5,2	2,6	-29,0	-28,3	0,1	-18,1	2,6	-24,6	-9,8	-7,5	-80,3
En el exterior	-355,2	-108,3	-0,1	-4,6	-73,0	-30,6	0,0	-25,0	-4,4	-27,3	-80,2	-35,6	-74,4
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-267,3	-83,5	-0,7	-1,7	-50,3	-30,8	0,0	-17,4	-3,1	-14,2	-66,0	-26,8	-56,4
Otro capital	-87,9	-24,8	0,5	-2,9	-22,7	0,2	0,0	-7,6	-1,3	-13,2	-14,2	-8,8	-18,0
En la zona del euro	168,1	58,9	5,3	7,1	44,1	2,3	0,1	6,8	7,0	2,7	70,4	28,0	-5,9
Acc. y particip/ beneficios reinv.	130,0	43,1	6,9	4,9	31,7	-0,6	0,1	-0,1	2,8	1,4	57,4	20,5	5,0
Otro capital	38,0	15,8	-1,6	2,3	12,3	2,9	0,0	6,9	4,2	1,3	13,0	7,6	-10,8

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						
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-556,4	-163,0	-15,0	-17,2	-117,3	-8,8	-4,6	-5,4	7,8	-10,0	-222,8	-97,1	-65,8
Acciones y participaciones	-84,3	-7,7	-3,1	-2,3	-0,9	-1,2	-0,2	2,5	-2,3	-7,1	-36,8	-35,9	2,9
Valores distintos de acciones	-472,0	-155,3	-11,9	-14,9	-116,5	-7,6	-4,5	-8,0	10,1	-2,8	-186,0	-61,2	-68,8
Bonos y obligaciones	-366,7	-120,2	-11,7	-15,4	-84,6	-4,6	-3,9	-6,9	-5,5	-1,6	-142,8	-33,3	-56,5
Inst. del mercado monetario	-105,3	-35,1	-0,2	0,5	-31,9	-3,0	-0,6	-1,1	15,6	-1,2	-43,3	-27,9	-12,3

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canada	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							
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	-87,8	-188,5	-17,2	4,1	-174,7	-14,7	14,0	0,1	46,6	17,4	60,1	0,9	7,9	-32,3
Activos	-989,6	-687,3	-18,0	-3,8	-621,7	-41,0	-2,8	-0,6	17,4	-52,1	-127,8	-48,1	-8,4	-82,7
AAPP	-3,4	-9,9	-1,5	0,8	-9,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-1,0	7,8
IFM	-761,9	-506,6	-15,1	-5,5	-446,1	-39,6	-0,2	2,7	9,9	-50,7	-104,7	-36,9	-7,5	-68,2
Otros sectores	-224,2	-170,8	-1,4	0,9	-166,5	-1,4	-2,4	-3,3	8,0	-1,4	-23,2	-11,3	0,1	-22,3
Pasivos	901,8	498,8	0,9	7,9	447,1	26,3	16,8	0,6	29,2	69,5	187,9	48,9	16,3	50,4
AAPP	4,4	4,5	-0,1	0,0	-1,2	0,0	5,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	2,7	-2,2
IFM	731,6	383,3	0,6	5,2	349,3	23,3	4,8	-1,6	27,5	53,6	133,8	45,2	13,5	76,2
Otros sectores	165,7	111,1	0,4	2,6	98,9	2,9	6,2	2,3	2,0	16,2	54,0	3,6	0,1	-23,6

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canada	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							
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	-1.033,5	-12,1	407,6	-1.566,2	-23,9	-182,6	331,5
II	-1.173,7	-13,6	494,9	-1.701,8	-19,9	-272,2	325,3
Activos: saldos vivos							
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	13.115,6	153,5	3.142,4	4.597,6	328,2	4.715,8	331,5
II	13.654,9	158,0	3.254,7	4.817,5	384,3	4.873,1	325,3
Pasivos: saldos vivos							
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	14.149,0	165,6	2.734,8	6.163,7	352,1	4.898,4	-
II	14.828,6	171,6	2.759,9	6.519,3	404,2	5.145,3	-

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
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	2.548,5	219,7	2.328,8	593,9	4,3	589,7	2.063,0	55,8	2.007,2	671,8	10,1	661,6
II	2.632,1	228,5	2.403,7	622,6	5,8	616,8	2.101,0	57,3	2.043,7	658,9	10,5	648,4

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	8	9	10	11	12	13	14	15		
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	138,4	37,9	1.881,9	3.063,8	10,9	859,2	14,6	1.240,9	2.790,4	8,0	325,5	5,8	71,6	309,5		
II	3,0	148,6	41,3	1.985,5	3.318,6	11,2	912,3	14,8	1.262,9	2.857,5	8,1	341,8	10,4	77,5	343,1		

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	
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	105,1	0,3	14,0	50,2	39,9	10,2	44,8	0,0	46,6	3,7
II	17,5	0,3	115,8	0,3	13,7	67,1	39,6	27,5	45,0	0,0	46,2	4,3

	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	
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	70,1	3.657,9	57,3	196,6	1.031,5	588,3	443,2	153,3	141,0	786,0	100,3
II	3.256,4	71,6	3.815,4	62,7	198,7	1.043,1	621,8	421,4	159,6	147,1	843,6	109,8

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																
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 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	363,109	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
II	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	84,5	25,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 Jul	328,8	173,6	357,492	4,7	4,1	146,4	5,1	30,8	110,3	-	-	-	0,2	0,0	25,1	-26,9
Ago	330,4	175,2	357,219	4,8	4,0	146,5	6,2	28,5	111,5	-	-	-	0,2	0,0	28,5	-27,6
Sep	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	-	-	-	0,4	0,0	26,2	-26,8
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
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 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
II	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	0,0	20,7	5,8	0,0	0,0	3,2	-1,6
2007 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
Ago	40,4	9,5	19,442	0,5	0,0	30,4	1,2	2,4	26,8	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,0
Sep	40,1	10,2	19,442	0,5	0,0	29,4	1,3	2,2	26,0	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)						
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:				
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros, tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2003	-2,3	0,5	1.057,0	500,9	221,8	299,8	917,0	986,9	553,0	165,0	240,5	708,4	109,0	
2004	8,9	9,4	1.146,2	544,8	247,3	314,8	995,9	1.073,4	603,6	184,3	256,3	767,9	128,9	
2005	7,8	13,5	1.239,1	590,7	270,2	334,9	1.069,9	1.225,5	704,5	208,1	276,6	842,9	186,2	
2006	11,5	13,7	1.383,6	667,0	291,0	370,2	1.186,6	1.395,5	829,8	211,3	305,1	941,4	225,9	
2006 I	16,3	22,9	335,1	159,4	72,0	90,7	285,1	339,2	200,2	53,9	74,4	225,7	55,7	
II	9,5	14,9	340,2	163,4	71,8	91,1	290,8	346,5	205,9	53,0	75,7	232,3	57,7	
III	8,3	10,6	346,4	168,7	71,6	92,1	298,3	353,1	212,2	52,0	76,4	238,0	60,1	
IV	12,1	7,9	361,9	175,5	75,7	96,3	312,4	356,7	211,5	52,4	78,6	245,5	52,5	
2007 I	9,6	5,2	369,6	177,7	78,2	97,6	317,9	360,0	213,6	53,5	79,6	253,9	47,3	
II	9,2	3,9	370,7	177,8	78,4	98,6	316,4	359,6	217,4	50,9	79,0	248,2	52,6	
2007 Mar	7,1	0,6	123,3	59,4	26,1	32,5	105,9	117,7	69,7	16,7	26,5	83,3	15,3	
Abr	11,3	6,1	121,8	58,6	26,2	32,3	104,4	119,2	71,9	16,7	26,3	81,6	17,2	
May	6,8	1,6	122,9	58,7	26,0	32,7	104,2	119,1	72,4	16,9	26,0	82,0	17,6	
Jun	9,6	4,2	126,0	60,5	26,2	33,5	107,8	121,2	73,1	17,3	26,7	84,6	17,9	
Jul	13,8	9,8	124,9	60,3	25,6	33,3	107,4	124,1	74,5	17,6	27,0	86,0	19,1	
Ago	13,1	6,7	131,0	.	.	.	.	126,6	.	.	.	.	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2003	1,0	3,6	108,5	106,2	106,9	113,1	108,4	102,0	100,3	97,3	109,8	100,2	103,1	
2004	9,0	6,5	117,8	115,3	120,0	118,5	118,1	108,1	104,1	109,4	117,7	108,3	105,0	
2005	4,9	5,1	123,8	120,2	129,6	123,6	124,3	114,3	107,5	124,2	123,7	116,4	109,7	
2006	7,7	6,1	133,6	130,2	137,0	132,5	134,2	121,3	114,5	126,0	131,9	125,7	110,2	
2006 I	10,9	9,0	129,9	125,4	135,0	130,2	129,3	117,7	110,9	125,8	127,9	120,8	106,2	
II	5,3	4,3	131,9	128,6	135,5	130,0	132,3	120,1	112,8	126,3	131,8	124,9	107,7	
III	5,3	4,8	133,7	131,3	135,7	132,0	135,1	122,1	116,1	125,1	131,8	126,6	117,2	
IV	9,5	6,3	138,9	135,6	141,7	137,7	140,2	125,4	118,2	126,8	135,9	130,5	109,9	
2007 I	7,8	6,2	140,9	135,5	146,0	138,4	141,6	126,1	118,4	130,2	137,2	134,1	101,5	
II	6,2	3,5	139,8	134,2	145,3	138,9	139,8	124,1	118,0	125,4	135,3	131,0	105,4	
2007 Mar	5,3	1,6	140,7	135,8	144,9	138,3	141,1	123,4	115,7	122,6	136,9	132,4	97,0	
Abr	8,5	6,4	138,3	133,3	145,9	137,2	138,7	124,0	118,1	123,4	134,2	129,1	105,0	
May	3,7	2,4	139,0	133,0	144,6	137,9	138,1	124,0	118,6	125,5	134,2	130,1	106,3	
Jun	6,4	1,9	142,1	136,4	145,5	141,5	142,5	124,3	117,4	127,4	137,5	133,8	104,7	
Jul	10,5	8,3	140,8	136,2	141,7	140,2	142,0	127,3	119,2	131,1	137,9	135,9	111,0	
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	101,3	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,6	
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,6	
2006	3,5	7,3	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	101,6	112,9	122,6	93,3	105,6	101,5	170,5	
II	4,0	10,1	103,4	103,7	98,4	107,0	101,3	113,1	124,0	91,4	104,3	101,0	174,3	
III	2,8	5,6	103,8	104,8	98,0	106,5	101,7	113,4	124,1	90,6	105,3	102,2	166,5	
IV	2,5	1,5	104,4	105,7	99,2	106,7	102,7	111,5	121,6	90,1	105,0	102,2	155,5	
2007 I	1,6	-1,0	105,1	107,0	99,5	107,6	103,4	111,9	122,5	89,5	105,4	102,8	151,6	
II	2,8	0,4	106,3	108,1	100,2	108,3	104,3	113,6	125,1	88,4	106,1	102,9	162,4	
2007 Mar	1,7	-1,0	105,4	107,1	100,4	107,5	103,7	112,2	122,7	88,9	105,4	102,6	153,4	
Abr	2,5	-0,3	105,9	107,7	100,2	107,9	104,0	113,1	124,1	88,5	106,6	103,0	159,6	
May	3,0	-0,8	106,3	108,1	100,2	108,7	104,3	112,9	124,3	88,0	105,7	102,7	161,1	
Jun	3,0	2,2	106,6	108,6	100,3	108,3	104,5	114,7	126,8	88,6	105,9	103,1	166,5	
Jul	3,0	1,4	106,6	108,5	100,8	108,8	104,6	114,6	127,3	87,9	106,6	103,1	168,2	
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<i>Exportaciones (f.o.b.)</i>															
2003	1.057,0	24,8	38,6	194,6	125,2	29,2	62,9	24,8	167,0	35,1	31,2	134,7	59,4	37,8	91,6
2004	1.146,2	25,8	42,2	204,4	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	40,4	33,2	151,7	64,5	40,6	97,6
2005	1.239,1	29,0	45,2	203,0	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	43,3	34,1	166,3	73,3	46,9	105,4
2006	1.383,6	31,1	49,7	216,1	194,3	55,1	77,2	38,8	199,7	53,6	34,4	183,0	77,6	54,4	118,5
2006 I	335,1	7,6	11,7	53,2	44,9	12,5	18,3	9,6	50,0	12,8	8,8	44,4	19,3	13,2	28,9
II	340,2	7,8	12,2	53,6	47,6	12,9	18,5	9,9	49,4	12,7	8,4	44,7	19,1	13,4	29,9
III	346,4	7,8	12,7	54,8	49,6	14,2	19,5	9,7	49,6	13,6	8,6	45,5	19,2	13,5	28,1
IV	361,9	8,0	13,1	54,5	52,2	15,6	20,9	9,6	50,8	14,6	8,6	48,4	20,0	14,2	31,5
2007 I	369,6	8,3	13,5	56,6	54,2	15,8	20,5	10,3	49,9	14,4	8,7	49,1	21,3	14,8	32,2
II	370,7	8,4	13,9	56,0	55,3	16,7	20,0	9,9	48,5	14,9	8,8	49,1	21,4	15,4	32,6
2007 Mar	123,3	2,7	4,5	18,7	18,2	5,4	6,7	3,5	16,3	4,8	2,9	16,3	7,2	4,9	11,2
Abr	121,8	2,8	4,4	18,5	18,1	5,4	6,6	3,3	16,5	4,8	2,9	16,2	7,1	5,3	9,9
May	122,9	2,8	4,7	18,3	18,4	5,6	6,7	3,3	15,4	5,1	2,9	16,2	7,1	5,0	11,3
Jun	126,0	2,7	4,8	19,2	18,7	5,7	6,7	3,3	16,5	5,0	3,0	16,7	7,2	5,1	11,3
Jul	124,9	3,0	4,8	19,2	18,9	5,8	6,7	3,3	16,3	5,0	2,9	17,0	7,4	5,2	9,4
Ago	131,0	.	.	.	.	5,8	6,8	3,5	16,5	5,1	2,9	17,3	7,5	5,4	.
<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	14,4	3,9	2,5	13,2	5,6	3,9	8,6
<i>Importaciones (c.i.f.)</i>															
2003	986,9	23,7	36,9	138,6	109,0	47,4	50,5	19,4	110,5	74,4	52,1	142,8	68,8	39,9	72,9
2004	1.073,4	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	92,3	54,0	162,4	72,8	45,1	74,0
2005	1.225,5	26,3	42,2	152,4	129,3	76,2	58,0	25,5	120,0	117,9	53,0	191,4	95,9	53,7	83,6
2006	1.395,5	27,9	47,5	167,0	154,0	95,6	62,2	29,4	128,5	143,6	56,7	214,8	110,2	66,1	91,9
2006 I	339,2	6,9	11,4	41,6	35,4	24,0	14,9	6,9	31,9	33,4	14,0	53,5	27,3	15,6	22,3
II	346,5	6,8	11,4	43,0	37,3	25,5	15,4	7,4	31,6	35,2	14,1	54,1	27,2	16,3	21,1
III	353,1	7,1	12,1	41,5	39,5	24,1	16,0	7,5	32,2	35,8	14,3	54,3	27,9	16,8	24,0
IV	356,7	7,0	12,6	41,0	41,8	22,0	15,9	7,6	32,8	39,3	14,2	52,9	27,8	17,4	24,4
2007 I	360,0	7,0	12,9	40,7	42,4	22,6	16,9	7,9	33,5	42,1	14,8	53,6	26,4	17,8	21,3
II	359,6	7,1	12,8	41,4	43,3	23,7	16,5	7,9	32,0	39,9	14,0	53,2	26,9	18,1	22,8
2007 Mar	117,7	2,3	4,2	13,4	14,1	7,6	5,6	2,6	10,8	14,1	4,8	17,4	8,4	5,9	6,6
Abr	119,2	2,4	4,3	13,8	14,1	8,0	5,7	2,6	10,6	13,0	4,5	17,4	8,4	6,0	8,5
May	119,1	2,2	4,3	13,5	14,3	7,8	5,1	2,6	10,8	13,1	4,8	17,7	8,9	6,0	7,8
Jun	121,2	2,4	4,2	14,1	14,9	7,9	5,6	2,7	10,6	13,8	4,8	18,1	9,6	6,1	6,4
Jul	124,1	2,5	4,1	14,3	14,6	8,1	5,7	2,7	10,9	14,9	4,7	18,6	9,4	6,1	7,6
Ago	126,6	.	.	.	.	7,7	5,8	2,7	10,7	14,9	5,0	18,4	9,1	6,1	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	12,0	11,0	6,9	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,4	7,9	4,7	6,6
<i>Saldo</i>															
2003	70,1	1,1	1,8	56,0	16,2	-18,2	12,4	5,4	56,6	-39,3	-20,8	-8,1	-9,4	-2,1	18,7
2004	72,8	0,4	2,4	59,9	21,9	-20,7	13,3	8,6	59,3	-51,9	-20,8	-10,7	-8,3	-4,5	23,6
2005	13,5	2,7	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,7	9,2	65,1	-74,6	-19,0	-25,0	-22,7	-6,8	21,9
2006	-11,9	3,3	2,2	49,1	40,3	-40,5	15,0	9,4	71,2	-90,0	-22,3	-31,9	-32,6	-11,7	26,6
2006 I	-4,1	0,7	0,3	11,6	9,5	-11,6	3,4	2,7	18,1	-20,6	-5,2	-9,1	-8,0	-2,4	6,6
II	-6,3	0,9	0,8	10,6	10,3	-12,6	3,1	2,5	17,7	-22,5	-5,7	-9,4	-8,0	-2,9	8,8
III	-6,7	0,6	0,6	13,2	10,1	-9,9	3,5	2,2	17,3	-22,1	-5,7	-8,8	-8,7	-3,2	4,2
IV	5,2	1,0	0,5	13,6	10,5	-6,4	4,9	2,0	18,0	-24,7	-5,6	-4,5	-7,8	-3,3	7,1
2007 I	9,6	1,3	0,6	15,9	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,4	-27,7	-6,1	-4,5	-5,1	-3,0	10,9
II	11,1	1,3	1,1	14,5	12,0	-7,0	3,5	2,0	16,5	-25,0	-5,2	-4,1	-5,5	-2,8	9,8
2007 Mar	5,6	0,4	0,3	5,3	4,1	-2,2	1,2	0,9	5,5	-9,3	-1,9	-1,0	-1,2	-1,0	4,6
Abr	2,6	0,4	0,2	4,6	4,1	-2,5	0,9	0,7	5,9	-8,2	-1,6	-1,2	-1,4	-0,7	1,4
May	3,8	0,6	0,4	4,8	4,1	-2,2	1,5	0,7	4,6	-8,0	-1,8	-1,5	-1,8	-1,0	3,5
Jun	4,7	0,3	0,6	5,1	3,8	-2,3	1,0	0,6	5,9	-8,8	-1,8	-1,4	-2,4	-1,0	4,9
Jul	0,8	0,5	0,6	5,0	4,4	-2,4	1,1	0,6	5,4	-9,9	-1,8	-1,6	-2,0	-0,9	1,8
Ago	4,3	.	.	.	.	-1,9	1,0	0,8	5,7	-9,8	-2,0	-1,1	-1,6	-0,8	.

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



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, defactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2004	104,3	105,1	104,2	103,5	101,0	103,7	111,2	105,6
2005	103,3	104,2	102,5	102,3	99,4	102,1	109,7	103,7
2006	103,6	104,5	102,9	102,3	99,8	101,7	110,0	103,4
2006 III	104,5	105,4	103,7	103,0	101,2	102,7	111,2	104,5
IV	104,6	105,4	104,1	103,2	99,7	101,0	111,3	104,3
2007 I	105,5	106,1	104,5	104,0	99,8	102,2	112,0	104,8
II	107,1	107,7	104,6	105,4	101,1	103,2	113,5	106,0
III	107,6	108,2	104,8	-	-	-	114,1	106,4
2006 Oct	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
Nov	104,5	105,3	103,9	-	-	-	111,1	104,2
Dic	105,5	106,1	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 Ene	104,9	105,6	104,4	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	106,1	104,5	-	-	-	111,9	104,6
Mar	106,1	106,7	104,6	-	-	-	112,7	105,4
Abr	107,1	107,8	105,0	-	-	-	113,7	106,3
May	107,3	107,9	104,5	-	-	-	113,6	106,1
Jun	106,9	107,4	104,2	-	-	-	113,1	105,6
Jul	107,6	108,2	104,6	-	-	-	113,9	106,3
Ago	107,1	107,7	104,5	-	-	-	113,7	106,1
Sep	108,2	108,8	105,4	-	-	-	114,7	107,0
Oct	109,4	110,0	106,6	-	-	-	115,7	107,8
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2007 Oct	1,1	1,1	1,1	-	-	-	0,9	0,8
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2007 Oct	5,3	5,0	3,0	-	-	-	4,8	4,1

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

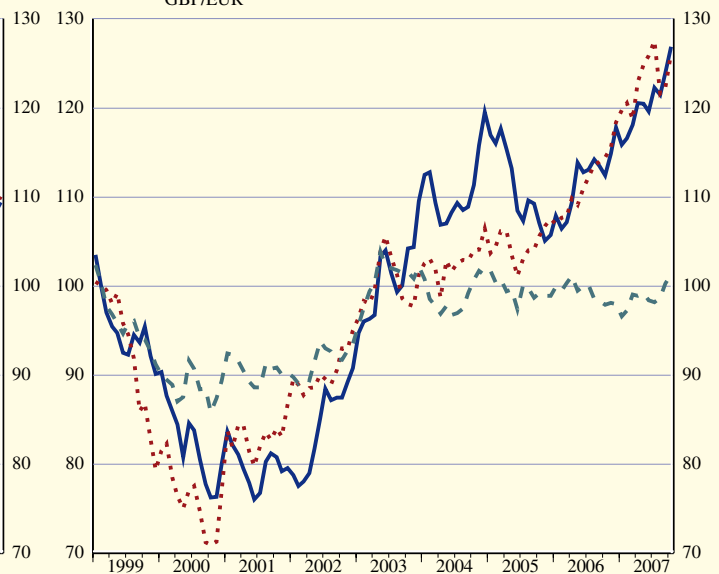
— TCE-24 nominal
 TCE-24 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
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
III	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1.274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
2007 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
Sep	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1.291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
Oct	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1.301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
	% variación sobre mes anterior											
2007 Oct	0,0	-1,2	1,1	2,4	3,2	1,4	0,8	2,0	-0,8	-2,7	-1,7	-3,7
	% variación sobre año anterior											
2007 Oct	0,0	-0,9	3,5	12,8	10,2	5,1	8,3	12,4	4,7	-2,4	-8,3	-5,4
	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
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	
III	27,941	15,6466	0,58417	0,6988	3,4528	251,82	0,4293	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	
2007 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	
Sep	27,573	15,6466	0,58420	0,7021	3,4528	253,33	0,4293	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	
Oct	27,335	15,6466	0,58420	0,7030	3,4528	251,02	0,4293	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Oct	-0,9	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,9	0,0	-2,2	-0,6	0,0	0,2	
	% variación sobre año anterior											
2007 Oct	-3,4	0,0	1,3	1,0	0,0	-6,0	0,0	-5,0	-8,6	0,0	-4,7	
	Yuan renminbí chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandés ²⁾	Nueva lira turca ³⁾	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
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	
III	10,3834	7,3080	86,71	12.705,62	4,7608	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	1,7685	
2007 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	
Sep	10,4533	7,3134	88,59	12.927,37	4,8249	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	1,7536	
Oct	10,6741	7,3284	86,30	12.945,80	4,8005	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	1,7089	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Oct	2,1	0,2	-2,6	0,1	-0,5	-3,2	-1,6	0,6	-2,6	0,7	-2,6	
	% variación sobre año anterior											
2007 Oct	7,1	-0,9	0,0	11,9	3,5	-1,7	-0,2	4,5	-0,1	-4,6	-8,4	

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
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
III	9,0	2,7	1,0	6,7	2,3	10,4	5,9	7,3	0,4	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
2007 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
Ago	9,3	2,6	0,9	6,1	2,2	10,2	5,6	7,1	0,6	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
Sep	11,0	2,8	1,2	7,5	2,3	11,5	7,1	6,4	0,9	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
Oct	.	.	.	8,7	2,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-2,4	-0,4	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-1,2	-0,3	-0,6	-9,2	-2,5	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	70,2	14,5	19,4	59,4	72,7	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	69,1	12,5	18,6	61,6	70,8	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	65,2	10,6	18,2	65,6	64,7	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje: media del período														
2007 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	4,23	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
Ago	4,79	4,48	4,39	-	4,44	5,32	4,80	6,80	4,94	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
Sep	4,44	4,54	4,36	-	4,45	5,21	4,72	6,67	4,85	5,69	6,93	4,64	4,22	5,05
Tipo de interés a tres meses en porcentaje: media del período														
2007 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	4,48	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
Ago	4,80	3,28	4,66	4,94	4,43	7,99	5,25	7,83	4,36	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
Sep	5,25	3,46	4,85	5,21	4,31	11,06	5,59	7,72	4,37	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
PIB real														
2005	6,2	6,5	3,1	10,2	3,9	10,6	7,9	4,1	3,1	3,6	4,2	6,0	2,9	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	3,8	11,9	7,7	3,9	3,2	6,2	7,7	8,3	4,2	2,8
2007 I	6,2	6,2	2,7	10,1	4,0	11,2	7,7	2,6	3,5	6,8	6,0	9,0	3,4	3,1
II	6,6	6,0	0,6	7,6	3,8	11,0	7,6	1,6	3,7	6,7	5,6	9,4	3,2	3,1
III	.	.	.	.	.	.	11,6	.	.	.	.	.	.	.
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-5,4	-11,2	-5,9	-6,0	-5,5	-1,3	-7,9	-8,6	7,0	-2,3
2006	-15,1	-2,8	2,6	-13,2	-5,8	-21,1	-9,6	-5,9	-3,7	-2,6	-10,4	-8,4	6,5	-3,2
2006 IV	-24,5	-4,8	1,2	-14,1	-25,4	-26,0	-10,5	-4,1	-4,0	-3,3	-10,7	-7,3	7,3	-3,8
2007 I	-27,2	2,1	-2,1	-21,1	-13,2	-24,4	-12,2	-5,0	-10,1	-2,4	-16,8	0,1	9,6	-3,6
II	-18,2	-4,8	2,8	-12,9	-6,2	-22,7	-14,6	-6,6	-4,7	-4,2	-16,3	-7,9	5,0	-2,4
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,7	1,0	2,6	1,3	15,2	5,9	3,1	0,3	0,3	.	0,5	0,6	3,9
2006	4,5	1,0	2,1	8,0	0,1	14,0	8,5	.	0,5	.	.	1,2	-0,4	2,5
2006 IV	7,1	1,8	3,4	11,2	-	-	10,8	-	0,5	-	-	0,6	0,1	1,8
2007 I	14,6	3,1	4,5	16,0	-	-	4,6	-	-0,3	-	-	0,3	4,5	0,5
II	13,2	2,6	5,5	20,1	-	-	7,7	-	-0,2	-	-	-0,6	3,9	2,5
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	6,9	5,6	7,4	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2007 I	7,7	5,8	3,9	4,9	4,0	6,3	4,7	7,3	6,6	10,9	6,4	11,3	6,5	5,4
II	7,0	5,6	3,7	5,2	3,9	5,8	4,3	7,2	6,4	9,9	6,7	11,3	6,1	5,3
III	6,5	5,3	3,3	5,6	3,8	5,4	4,2	7,3	6,3	9,1	7,2	11,1	5,7	.
2007 Jun	6,8	5,5	3,7	5,2	3,8	5,7	4,2	7,2	6,4	9,6	6,7	11,3	5,8	5,3
Jul	6,7	5,4	3,3	5,4	3,9	5,5	4,3	7,3	6,3	9,4	7,2	11,2	5,6	5,3
Ago	6,5	5,3	3,3	5,5	3,8	5,4	4,1	7,3	6,3	9,1	7,2	11,1	5,7	.
Sep	6,3	5,2	3,2	5,7	3,7	5,2	4,1	7,3	6,3	8,8	7,2	11,1	5,8	.
Oct	.	.	.	.	3,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

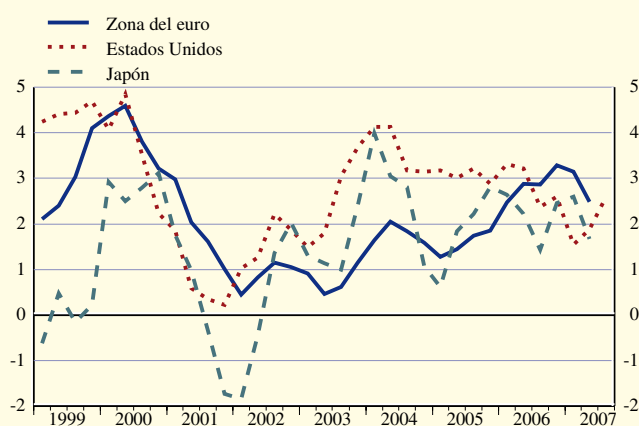
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	4,79	1,2556	-2,6	48,7
2006 III	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,9	48,6
2006 IV	1,9	0,4	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-2,1	48,7
2007 I	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,7
2007 II	2,7	3,7	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	-2,6	48,7
2007 III	2,4	.	2,6	1,9	4,6	6,4	5,45	4,74	1,3738	.	.
2007 Jun	2,7	-	-	1,9	4,5	6,0	5,36	5,11	1,3419	-	-
2007 Jul	2,4	-	-	2,3	4,6	6,0	5,36	5,01	1,3716	-	-
2007 Ago	2,0	-	-	1,6	4,6	6,6	5,48	4,68	1,3622	-	-
2007 Sep	2,8	-	-	1,6	4,7	6,7	5,49	4,51	1,3896	-	-
2007 Oct	.	-	-	.	4,7	.	5,15	4,52	1,4227	-	-
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 III	0,6	-2,8	1,4	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 IV	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,6	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2007 II	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 III	-0,1	.	.	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
2007 Jun	-0,2	.	-	1,1	3,7	1,9	0,73	1,89	164,55	-	-
2007 Jul	0,0	.	-	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	-	-
2007 Ago	-0,2	.	-	4,4	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	-	-
2007 Sep	-0,2	.	-	0,8	4,0	1,7	0,99	1,61	159,82	-	-
2007 Oct	.	.	-	.	.	.	0,97	1,66	164,95	-	-

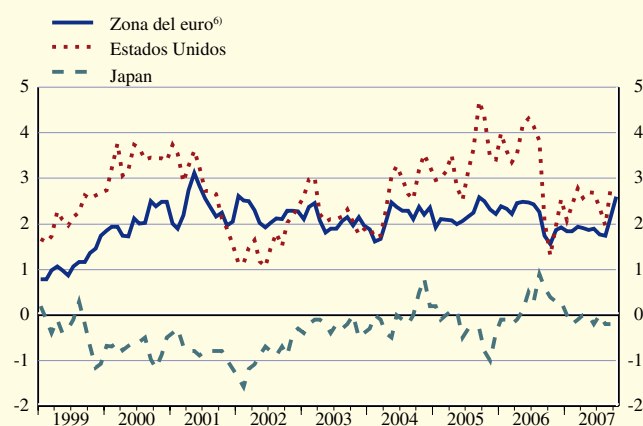
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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 7 de noviembre 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-

tidad 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. 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.cmf.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, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE Y 8 DE NOVIEMBRE DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre agosto y octubre 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.
 «Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.
 «Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.
 «Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.
 «Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.
 «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

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 J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.

- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.

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

- 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. Gouteron, 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. Déés 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.
- 807 «Cross-border lending contagion in multinational banks», por A. Derviz y J. Podpiera, septiembre 2007.
- 808 «Model misspecification, the equilibrium natural interest rate y the equity premium», por O. Tristani, septiembre 2007.
- 809 «Is the new Keynesian Phillips curve flat?», por K. Kuester, G. J. Müller y S. Stoelting, septiembre 2007.
- 810 «Inflation persistence: euro area and new EU Member States», por M. Franta, B. Saxa y K. Šmídková, septiembre 2007.
- 811 «Instability and non-linearity in the euro area Phillips curve», por A. Musso, L. Stracca y D. van Dijk, septiembre 2007.
- 812 «The uncovered return parity condition», por L. Cappiello y R. A. De Santis, septiembre 2007.
- 813 «The role of the exchange rate for adjustment in boom and bust episodes», por R. Martin, L. Schuknecht y I. Vansteenkiste, septiembre 2007.
- 814 «Choice of currency in bond issuance and the international role of currencies», por N. Siegfried, E. Simeonova y C. Vespro, septiembre 2007.
- 815 «Do international portfolio investors follow firms' foreign investment decisions?», por R. A. De Santis y P. Ehling, septiembre 2007.
- 816 «The role of credit aggregates and asset prices in the transmission mechanism: a comparison between the euro area and the United States», por S. Kaufmann y M. T. Valderrama, septiembre 2007.
- 817 «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», por M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E. T. Swanson, octubre 2007.
- 818 «Is the time ripe for price level path stability?», por V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin, octubre 2007.
- 819 «Proximity and linkages among coalition participants: a new voting power measure applied to the International Monetary Fund», por J. Reynaud, C. Thimann y L. Gatarek, octubre 2007.
- 820 «What do we really know about fiscal sustainability in the EU? A panel data diagnostic», por A. Afonso y C. Rault, octubre 2007.
- 821 «The social value of public information: testing the limits to transparency», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, octubre 2007.
- 822 «Exchange rate pass-through to trade prices: the role of non-linearities and asymmetries», por M. Bussière, octubre 2007.
- 823 «Modelling Ireland's exchange rates: from EMS to EMU», por D. Bond, M. J. Harrison y E. J. O'Brien, octubre 2007.
- 824 «Evolving US monetary policy and the decline of inflation predictability», por L. Benati y P. Surico, octubre 2007.
- 825 «What can probability forecasts tell us about inflation risks?», por J. A. García y A. Manzanares, octubre 2007.
- 826 «Risk-sharing, finance and institutions in international portfolios», por M. Fratzscher y J. Imbs, octubre 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.

«EU banking structures», octubre 2007.

«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).

«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).

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.

«A single currency: an integrated market infrastructure», septiembre 2007.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-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.