



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
AGOSTO**

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

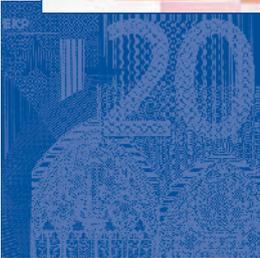
12 | 2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL AGOSTO 2008

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

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

© Banco Central Europeo, 2008

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 6 de agosto de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	ANEXOS	
Entorno exterior de la zona del euro	9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Evolución monetaria y financiera	15	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	V
Precios y costes	47	Glosario	XIII
Producto, demanda y mercado de trabajo	60		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	67		
Recuadros			
1 Vínculos entre la evolución de los activos exteriores netos de las IFM y otras contrapartidas de M3	20		
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2008	26		
3 Evolución reciente de las fusiones y adquisiciones en el sector de sociedades no financieras de la zona del euro	38		
4 Evolución de los beneficios en la zona del euro	52		
5 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al tercer trimestre del 2008	55		
6 Introducción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009	69		
7 Impacto de las turbulencias financieras en los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro	74		
ARTÍCULOS			
La dimensión externa del análisis monetario	77		
El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria	93		

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. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
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 7 de agosto de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno ha corroborado los argumentos que fundamentaron la decisión adoptada en julio de aumentar los tipos de interés. Dicha información ha confirmado que las tasas de inflación interanual probablemente se mantengan bastante por encima del nivel acorde con la estabilidad de precios durante un período prolongado y que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen apuntando al alza. Esta valoración viene respaldada por la continuación del vigor de la expansión monetaria y por la ausencia, hasta el momento, de señales de restricciones significativas en la oferta de préstamos bancarios. En este contexto, sigue siendo crucial evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados en el proceso de fijación de precios y salarios. Los últimos datos económicos apuntan a un debilitamiento del crecimiento del PIB real a mediados del 2008, que se esperaba, en parte, tras el crecimiento excepcionalmente intenso registrado en el primer trimestre. En estas circunstancias y de acuerdo con los términos de su mandato, el Consejo de Gobierno subraya que el objetivo primordial del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo y que tiene la clara determinación de mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo cual preservará el poder adquisitivo a medio plazo y fomentará el crecimiento y el empleo sostenibles. El Consejo de Gobierno, sobre la base de su valoración, considera que la actual orientación de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Los datos sobre la actividad económica disponibles desde el 3 de julio de 2008 sugieren que las cifras del PIB real de mediados del 2008 señalarán un crecimiento sustancialmente más débil que en el primer trimestre del año. Como se ha indicado en ocasiones anteriores, esto se debe en parte a una reacción técnica al fuerte aumento intertrimestral

registrado en los primeros meses del año; asimismo, también refleja en parte un descenso del crecimiento del PIB debido a factores tales como la ralentización económica en todo el mundo y los efectos moderadores derivados del alto nivel y de la volatilidad de los precios del petróleo y de los alimentos. Para valorar el dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro y evitar una interpretación equivocada asociada a la elevada volatilidad de los resultados trimestrales, es necesario hacer abstracción de la volatilidad de las tasas de crecimiento intertrimestrales y de los indicadores mensuales.

Desde esta perspectiva, se prevé que el crecimiento de la economía mundial, si bien más moderado, siga mostrando una relativa resistencia, respaldado, en particular, por el sólido crecimiento que continuarán registrando las economías emergentes, lo que debería sostener la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. Por lo que se refiere a la evolución interna, a medio plazo, los fundamentos de la economía siguen siendo sólidos y la zona no presenta desequilibrios importantes. El crecimiento de la inversión, aunque muestra signos de moderación, continúa favoreciendo la actividad económica. Además, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente, y las tasas de desempleo siguen siendo bajas en términos históricos. Sin embargo, no resulta probable que esta evolución, que favorece la renta real disponible y el consumo de los hogares, pueda compensar plenamente la pérdida de poder adquisitivo ocasionada por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada, debido, entre otros factores, a los elevados niveles y volatilidad de los precios de las materias primas y a la persistencia de las tensiones en los mercados financieros. En conjunto, siguen existiendo riesgos a la baja. Estos riesgos tienen su origen, en particular, en el efecto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevos aumentos no previstos de los precios de la energía y de los alimentos. Por otra parte, siguen existiendo riesgos a la baja relacionados con la posibilidad de que las tensiones de los mercados fi-

nancieros afecten más negativamente de lo previsto a la economía real. La posibilidad de una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales, así como la inquietud por la aparición de presiones proteccionistas representa, asimismo, riesgos a la baja para las perspectivas para la actividad económica. A este respecto, el fracaso de las recientes negociaciones de la ronda de Doha auspiciada por la Organización Mundial del Comercio sobre la liberalización del comercio se presenta como un factor adverso de considerable importancia.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios desde el pasado otoño, alcanzó el 4% en junio del 2008 y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, se situó el en 4,1% en julio. Estos preocupantes niveles de inflación se deben en gran medida a los efectos directos e indirectos de los drásticos incrementos de los precios de la energía y de los alimentos registrados anteriormente en todo el mundo. Al mismo tiempo, aunque el crecimiento de la productividad laboral se ha ralentizado, existen algunas indicaciones de que el crecimiento de los costes laborales se ha acelerado durante los últimos trimestres. En cuanto al futuro, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga muy por encima de un nivel compatible con la estabilidad de precios durante algún tiempo y que se modere, aunque sólo de forma gradual, durante el 2009.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, los riesgos para la estabilidad de precios siguen apuntando claramente al alza y se han incrementado en los últimos meses. Estos riesgos incluyen en particular la posibilidad de nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos, y de un incremento de los efectos indirectos en los precios de consumo. La posibilidad de que el proceso de fijación de precios y salarios pudiera intensificar las presiones inflacionistas a través de efectos de segunda vuelta generalizados constituye un importante motivo de preocupación. El Consejo de Gobierno realiza un

seguimiento particularmente atento del proceso de fijación de precios y de las negociaciones salariales en la zona del euro. Asimismo, existen potenciales riesgos al alza relacionados con aumentos no previstos de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

En estas circunstancias, es imprescindible garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. El ajuste de los precios relativos y la consiguiente transferencia de renta de los países importadores a los países exportadores de materias primas exigen un cambio en el comportamiento de las empresas y los hogares. En consecuencia, debe evitarse la generalización de los efectos de segunda vuelta derivados de la incorporación de la subida de los precios de la energía y de los alimentos en el proceso de fijación de precios y salarios. Todas las partes, tanto del sector privado como del sector público, deben asumir sus responsabilidades al respecto. En este contexto, el Consejo de Gobierno ha expresado reiteradamente su preocupación acerca de la existencia de esquemas de indiciación de los salarios nominales a los precios de consumo. Estos esquemas comportan un riesgo de perturbaciones alcistas sobre la inflación, que darían lugar a una espiral de precios y salarios perjudicial para el empleo y la competitividad de los países. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eviten estos esquemas.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a más largo plazo. El Consejo de Gobierno, en consonancia con la estrategia de política monetaria del BCE, considera que la continuada fortaleza de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia registrada en la zona del euro en los últimos años ha generado riesgos al alza para la estabilidad de precios, que en los trimestres pasados parecen haberse hecho patentes en la tendencia alcista de la inflación. El análisis monetario, especialmente ante la continuación de las tensiones en los mercados financieros, contribuye a respaldar la necesidad de una orientación a medio plazo de la política monetaria, al centrar su atención en los riesgos al alza para la estabilidad

de precios existentes en horizontes temporales a medio y largo plazo. Si bien el crecimiento de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios está mostrando ciertos signos de moderación —también como consecuencia de las medidas adoptadas desde el 2005 para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios— el vigoroso ritmo de la expansión monetaria subyacente apunta a la continuidad de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. La curva de rendimientos actual ha propiciado un rápido aumento de los depósitos a plazo y un descenso sustancial del crecimiento anual de M1. Dichos efectos y otros factores de carácter temporal han de tenerse en cuenta a la hora de evaluar la evolución monetaria. En conjunto, un análisis general de los datos, adoptando la perspectiva adecuada de medio plazo, confirma la fortaleza del crecimiento monetario subyacente.

Uno de los elementos principales en que se fundamenta esta conclusión es la persistencia del acusado crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, que está impulsando el dinamismo del crecimiento monetario. El ritmo, los plazos y la composición sectorial del endeudamiento bancario, sugieren que, hasta ahora, las tensiones financieras no han afectado significativamente a la oferta de préstamos en el conjunto de la zona del euro. La subida de los tipos de interés a corto plazo y la debilidad de los mercados de la vivienda en diversas partes de la zona del euro han reducido el crecimiento del endeudamiento de los hogares en los últimos años. En contraste, y a pesar del endurecimiento de las condiciones de financiación y de la moderación del crecimiento económico, la expansión del crédito a las sociedades no financieras sigue siendo muy dinámica.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo están intensificándose. Las tasas de inflación interanual se mantendrán probablemente muy por encima del nivel acorde con la estabilidad de precios y los agregados monetarios seguirán creciendo vigorosamente, sin que se hayan observado hasta el momento señales significativas de restricciones en la

oferta de préstamos bancarios. Los últimos datos económicos apuntan a un debilitamiento del crecimiento del PIB real a mediados del 2008, que se esperaba, en parte, tras el crecimiento excepcionalmente intenso registrado en el primer trimestre. En este contexto, sigue siendo crucial evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados sobre el proceso de fijación de precios y salarios. De acuerdo con los términos de su mandato, el Consejo de Gobierno subraya que su objetivo primordial es mantener la estabilidad de precios a medio plazo y que tiene la clara determinación de mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo cual preservará el poder adquisitivo a medio plazo y continuará fomentando el crecimiento y el empleo sostenibles en la zona del euro. El Consejo de Gobierno, sobre la base de su valoración, considera que la orientación actual de la política monetaria favorecerá la consecución del objetivo del BCE. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo que se refiere a la política fiscal, existen riesgos de que algunos países no alcancen sus objetivos presupuestarios fijados para este año. En esta situación, resulta especialmente importante aplicar rigurosamente los planes presupuestarios y evitar un exceso del gasto. Los planes presupuestarios para el 2009, que están finalizándose actualmente en diversos países, deben reflejar los compromisos adquiridos a escala europea. En particular, los países que aún presentan déficit abultados deben presentar planes ambiciosos y concretos de reducción del déficit, respaldados por medidas claramente formuladas, preferiblemente en lo que se refiere al gasto. En los países que cuentan con margen presupuestario, los estabilizadores automáticos pueden contribuir a suavizar las fluctuaciones cíclicas de la economía.

En cuanto a las políticas estructurales, la adopción de medidas encaminadas a reducir los costes de ajuste y a favorecer un crecimiento moderado de los costes laborales unitarios resulta de máxima importancia, especialmente en el entorno actual de altas tasas de inflación y de ralentización del creci-

miento del PIB real. Entre ellas se cuenta la eliminación de obstáculos para la competencia en el sector de los servicios en general y en las distintas fases de la cadena de distribución de alimentos en los sectores minorista y de distribución y, más específicamente, en el sector de la energía. Igualmente, incrementar la flexibilidad de los mercados de trabajo y la inversión en educación y capacitación profesional favorecería la productividad, incrementando el margen para el incremento de la renta real.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero estudia la dimensión externa del análisis monetario del BCE, en particular, los flujos de cartera transfronterizos y su influencia en la distribución de la cartera internacional con el fin de evaluar las tendencias monetarias subyacentes que señalan riesgos inflacionistas a medio y a largo plazo. El segundo artículo está dedicado al papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y contiene, asimismo, una valoración de las implicaciones de los cambios recientes en el entorno financiero y en el sector bancario en particular.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Se prevé que la actividad económica mundial, aunque atenuada por la debilidad de la economía estadounidense, por las repercusiones internacionales de las tensiones que continúan afectando a los mercados financieros y por los elevados niveles de los precios de la energía y los alimentos, siga manteniendo su capacidad de resistencia. La desaceleración del crecimiento mundial afecta, principalmente, a las economías industrializadas, mientras que, en los mercados emergentes, el crecimiento económico continúa siendo sostenido. En junio, la inflación general medida por los precios de consumo alcanzó, en los países de la OCDE, el nivel más alto observado desde marzo del 2000, debido a las acusadas alzas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento a escala mundial siguen situándose a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Se prevé que la actividad económica mundial, aunque atenuada por la debilidad de la economía estadounidense, por las repercusiones internacionales de las tensiones que continúan afectando a los mercados financieros y por los elevados niveles de los precios de la energía y los alimentos, siga manteniendo su capacidad de resistencia. La desaceleración del crecimiento mundial afecta, principalmente, a las economías industrializadas, mientras que, en los mercados emergentes, el crecimiento económico continúa siendo sostenido. En julio, el Índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores, se situó por segundo mes consecutivo en un nivel de 49, es decir, por debajo del umbral de 50, que separa la expansión económica de la contracción, lo que indica un descenso de la actividad tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

En los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo aumentó en junio hasta el nivel más alto observado desde marzo del 2000, debido a las acusadas alzas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En el año transcurrido hasta junio, los precios de consumo se incrementaron un 4,4% en los países de la OCDE, frente al 3,9% registrado el mes anterior (véase gráfico 1). Durante el mismo período, la inflación de precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se elevó un 2,2%, frente al 2,1% de mayo. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los bienes intermedios sugiere que la inflación de costes continúa siendo elevada, lo que significa que, en el corto plazo, se mantendrán las presiones alcistas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica se recuperó ligeramente en el segundo trimestre del 2008, pero el crecimiento se mantuvo por debajo de la media de largo plazo. Según las estimaciones preliminares, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 1,9%, frente al 0,9% del primer trimestre del 2008 (véase gráfico 2), lo que refleja una fuerte contribución positiva de la demanda exterior neta y cierta aceleración del gasto en consumo personal al haber aumentado la renta disponible de

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

(datos mensuales; tasas de variación interanual; índice de difusión)



Fuentes: OCDE y Markit.

los hogares como consecuencia de las recientes medidas de estímulo fiscal. La inversión residencial siguió reduciéndose, aunque, en cifras intertrimestrales, a un ritmo más lento que en los periodos anteriores. Las revisiones de los datos revelaron que el crecimiento del PIB en los tres últimos años fue algo menor de lo estimado anteriormente, mientras que la economía experimentó una ligera contracción en el último trimestre del 2007.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 5% en junio, desde el 4,2% del mes anterior, alcanzando el nivel más alto de los últimos 17 años. Este aumento se debió al reciente repunte de los costes de la energía, que ahora representan alrededor de la mitad de la tasa de inflación interanual. La inflación subyacente (medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía) se mantuvo, en general, estable en una tasa interanual del 2,4% en junio, es decir, en el mismo nivel que la tasa media de crecimiento registrada en el primer trimestre del 2008.

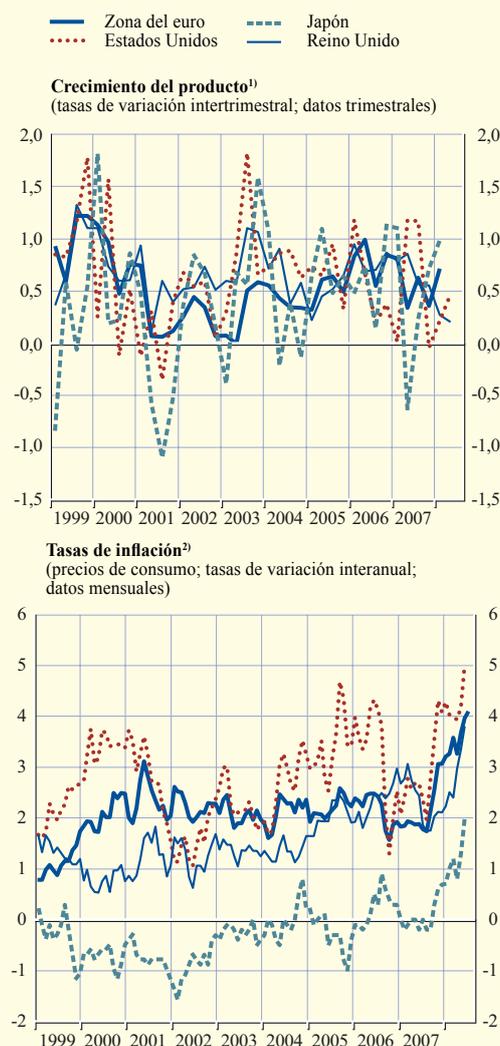
El 5 de agosto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en el 2%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Además, la Reserva Federal, ha anunciado recientemente nuevas medidas para potenciar la eficacia de sus operaciones de inyección de liquidez, aduciendo como motivo la persistencia de la frágil situación de los mercados financieros.

JAPÓN

En Japón, los datos recientes han confirmado los indicios de una caída de la actividad económica. El crecimiento de la producción industrial se redujo a una tasa intermensual del 2% en junio, lo que contribuyó al crecimiento negativo registrado en el segundo trimestre del 2008 (-0,7% en tasa intertrimestral). Los datos apuntan también a cierta debilidad del consumo para todo el trimestre.

Según la encuesta Tankan de junio, la situación económica se ha ido deteriorando. El índice general de difusión se redujo para las empresas grandes y para las pequeñas, tanto en el sector manufacturero como en los demás sectores. El índice sobre la situación económica registró una acusada caída en todas las categorías, aunque las grandes empresas del sector manufacturero han sido las que se han visto más afectadas.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
 1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
 2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

La inflación medida por el IPC ha aumentado en Japón desde comienzos del año, principalmente como resultado de la subida de los precios de las materias primas. La inflación interanual medida por el IPC ascendió al 2% en junio, desde el 1,3% de mayo, alcanzando el límite superior de la definición de estabilidad según el Banco de Japón. Este aumento de la inflación estuvo motivado, en particular, por la subida de los precios de los alimentos y del petróleo. Los precios, excluidos los alimentos y la energía, se incrementaron un 0,1% en tasa interanual.

En su reunión de 15 de julio de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,5%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la estimación provisional sobre el crecimiento del producto (0,2% en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre del 2008 confirmó la desaceleración en curso. La caída del crecimiento de las ventas del comercio al por menor en el mismo trimestre (0,6% frente al 1,7% del primer trimestre) apunta a una moderación del consumo privado, reduciéndose así la brecha entre las estadísticas oficiales y los indicadores procedentes de las encuestas de opinión. En el sector de la construcción se registró una caída de la producción y los precios de la vivienda siguieron bajando en el segundo trimestre. En junio, el índice Halifax de precios de la vivienda se situó un 8,7% por debajo del nivel registrado hace un año. Dado que los indicadores de confianza se sitúan en niveles bajos y decrecientes, especialmente los relativos a las ventas del comercio al por menor y la construcción, se prevé que el crecimiento del producto continúe siendo moderado en los próximos trimestres. Las perturbaciones que afectan a los precios de los alimentos y la energía han seguido impulsando al alza los precios de consumo y los precios industriales. En junio, la inflación interanual medida por el IAPC ascendió al 3,8% y los precios industriales se incrementaron un 10% en tasa interanual.

El 7 de agosto de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5%, su tipo de interés oficial por cuarta vez consecutiva.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros grandes países de la UE no pertenecientes a la zona del euro el crecimiento del PIB se redujo en el primer trimestre del 2008 y la inflación siguió siendo elevada o se incrementó de nuevo en junio.

En el primer trimestre del 2008, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo de forma notable en Dinamarca (-0,6%). En Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0% en el segundo trimestre del 2008. En los tres meses transcurridos hasta mayo, las ventas del comercio al por menor prácticamente no experimentaron variación en comparación con los tres meses anteriores en ninguno de estos dos países. Además, en julio, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor registraron un nuevo deterioro en ambos países. En junio, la inflación interanual medida por el IAPC alcanzó nuevos máximos del 4,2% en Dinamarca y del 4,1% en Suecia. En los dos países, la subida de los precios de los alimentos y la energía siguió siendo el principal factor determinante de los incrementos del IAPC.

En la República Checa y Polonia, se observaron algunas señales de debilitamiento de la actividad económica en el primer trimestre del 2008, con un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB hasta el 0,9% y el 1,4%, respectivamente. Por el contrario, Rumanía registró un sólido crecimiento del PIB, a una tasa interanual del 8,2%. En Hungría el crecimiento intertrimestral del PIB siguió siendo débil: un 0,3%. En estos países se perciben algunas señales de deterioro de los indicadores de confianza de los



consumidores y del comercio al por menor en los meses anteriores a julio, con la excepción de Hungría, en donde estos indicadores, de hecho, han mejorado. Las tasas de inflación siguieron siendo elevadas en estos cuatro países. En junio, la inflación medida por el IAPC se elevó al 8,7% en Rumanía, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía. En Polonia, la inflación medida por el IAPC se mantuvo en el 4,3% por tercer mes consecutivo, ya que los efectos de la subida de los precios de la energía se compensaron con ligeros descensos de los precios de los bienes. En la República Checa y Hungría, la inflación general (que se situó en el 6,6% en ambos países) se moderó al disiparse algunos de los efectos de las subidas de precios registradas a mediados del pasado año.

El 31 de julio de 2008, la Banca Națională a României elevó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 10,25%. El 7 de agosto, el Česká národní banka decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 3,5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, los datos disponibles siguen apuntando a una robusta expansión de la actividad económica. En la mayoría de los países, el debilitamiento de la demanda mundial sólo ha tenido hasta ahora un impacto negativo limitado sobre el crecimiento de las exportaciones, habiéndose compensado, en gran medida, la menor contribución de la demanda exterior neta con la solidez de la demanda interna. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas han seguido siendo intensas, impulsadas principalmente por los elevados precios de los alimentos y las materias primas, y los tipos de interés reales se han tornado negativos en la mayoría de los países de la región.

En China, el crecimiento interanual del PIB se redujo ligeramente en el segundo trimestre hasta el 10,1% en el segundo trimestre, desde el 10,6% del primer trimestre. Esta desaceleración estuvo determinada por la demanda exterior y, en menor medida, por la inversión, mientras que el consumo privado siguió siendo sólido. El repunte de las importaciones en términos nominales, impulsado por la subida de los precios de las materias primas, y la desaceleración de las exportaciones se tradujeron en un superávit comercial de 99 mm de dólares estadounidenses en el primer semestre del 2008, es decir, un 12% por debajo del nivel registrado en el mismo período del año anterior. La inflación, medida por el IPC, volvió a moderarse, hasta el 7,1%, en junio, debido, principalmente a un descenso de los precios de la carne. Sin embargo, los precios industriales siguieron aumentando a un ritmo más rápido que los precios de consumo, lo que indica la presencia de fuertes presiones inflacionistas en la cadena de producción, que vienen determinadas, principalmente, por la subida de los precios de las materias primas.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica ha venido experimentando una desaceleración, pero las presiones inflacionistas siguen siendo intensas. En Brasil, la producción industrial creció sólo un 2,4%, en tasa interanual, en mayo. En junio, la inflación, medida por los precios de consumo, alcanzó el 6% en tasa interanual. Para hacer frente al aumento de la inflación y de las expectativas de inflación, el 23 de julio, el Banco Central do Brasil elevó su principal tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 13%. En Argentina, las restricciones energéticas y la huelga de agricultores han obstaculizado el desarrollo de la actividad económica. Como resultado, la producción industrial sólo creció un 1,6% en tasa interanual. La inflación, medida por los precios de consumo, siguió siendo elevada, registrándose una tasa interanual del 9,3% en junio. Por último, la actividad también fue débil en México, en donde el crecimiento de la producción industrial se redujo a una tasa interanual del 0,5% en junio. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas y la inflación general ascendió al 5,3% en ese mismo mes, lo que llevó al Banco de México a elevar el tipo de interés a un día en 25 puntos básicos, hasta el 8%, el 18 de julio.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En las dos primeras semanas de julio, los precios del petróleo siguieron subiendo hasta alcanzar un máximo de 145,7 dólares estadounidenses el 4 de julio. Posteriormente, experimentaron un descenso y, el 6 de agosto, se situaban en 118 dólares el barril (véase gráfico 3), cifra todavía un 25% más alta que la registrada a comienzos del año (en euros, este incremento es de alrededor del 19%). El origen de esta corrección está en las cifras de las existencias de Estados Unidos, que aunque resultaron más favorables de lo previsto, se mantienen, no obstante, en niveles muy bajos. Los participantes en los mercados esperan que, a medio plazo, los precios se sitúen en torno a 120 dólares para diciembre del 2009.

Sin embargo, el análisis de las variables económicas fundamentales sugiere que la situación sigue siendo tensa y que los riesgos de que se produzcan nuevas subidas de los precios en el futuro continúan siendo elevados, especialmente en vista de la sensibilidad observada recientemente ante cualquier información relativa a los márgenes entre oferta y demanda y a la evolución del entorno geopolítico. Por el lado de la demanda, la reducción de las importaciones de la OCDE todavía se está compensando con el sólido crecimiento de la demanda de las economías en desarrollo. En varias de estas economías, el alza de los precios está convirtiendo, cada vez más, las políticas de subvención de la energía en una carga insostenible a largo plazo. Algunos países, entre los que se incluyen China e India, ya han reducido sus subvenciones. No obstante, debido a deficiencias en la puntualidad de los datos, es difícil evaluar, por ahora, el impacto que tendrán estas medidas sobre la demanda.

Por lo que se refiere a la oferta, el Informe de la Agencia Internacional de la Energía sobre la evolución a medio plazo del mercado del petróleo presenta un panorama ligeramente más optimista respecto a la oferta de la OPEP. Los nuevos yacimientos deberían entrar en funcionamiento en el 2009, lo que aumentaría el margen de utilización de la capacidad productiva y, por lo tanto, reduciría las presiones sobre los precios, al menos en el 2009 y el 2010. No obstante, las perspectivas respecto a la oferta procedente de países no pertenecientes a la OPEP son más sombrías, especialmente habida cuenta del aumento de los costes de explotación y de las restricciones a la inversión impuestas en algunos países.

Tras alcanzar máximos históricos, los precios de las materias primas no energéticas también han bajado en las últimas semanas. En los mercados de metales, los precios han fluctuado, principalmente, dentro de intervalos estrechos, con la excepción de los precios del plomo, que han experimentado un alza pronunciada. El precio del aluminio alcanzó un nivel récord en un contexto de perturbaciones de la oferta como consecuencia de las deficiencias de la red eléctrica en China, pero, posteriormente, registró una fuerte caída. Por lo que se refiere a las materias primas alimenticias, los precios del maíz se redujeron con respecto a los niveles registrados a finales de junio en un contexto de mejora de las condiciones meteorológicas en el Medio Oeste de los Estados Unidos, lo que apunta a unas perspectivas favorables para a las cosechas. Esta mejora se ha extendido también a otros cereales, en particular a la soja y

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

al trigo. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó, a finales de julio, aproximadamente un 23% por encima del nivel registrado un año antes.

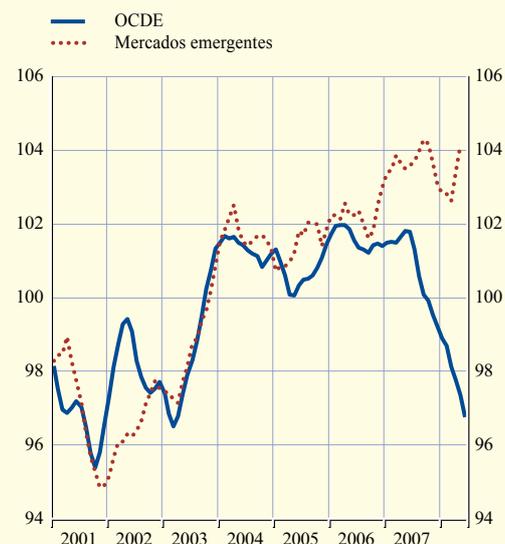
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Como consecuencia de la desaceleración económica mundial, las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro son más desfavorables. El indicador sintético adelantado de la OCDE, disponible hasta mayo, sugiere que las perspectivas de la actividad económica en los países que integran esta organización han experimentado un nuevo deterioro (véase gráfico 4). En cuanto a la actividad económica en las principales economías no pertenecientes a la OCDE, el indicador sigue siendo, en general, favorable.

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento de la economía mundial sigue siendo elevada, como consecuencia, entre otros factores, de los muy elevados niveles que han alcanzado los precios de las materias primas, y prevalecen los riesgos a la baja. En particular, los riesgos están relacionados con la posibilidad de que se produzcan nuevas subidas imprevistas de los precios de la energía y los alimentos y de que las tensiones que afectan actualmente a los mercados financieros tengan un impacto más negativo de lo previsto anteriormente en la economía real. La preocupación acerca de la aparición de presiones proteccionistas, especialmente, tras el fracaso de las recientes negociaciones en el contexto de la ronda de Doha de la Organización Mundial del Comercio sobre la liberalización del comercio, y una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales conllevan, asimismo, riesgos a la baja para las perspectivas.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada del indicador sintético adelantado de Brasil, Rusia y China.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios más recientes continúan respaldando la valoración de que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia de la zona del euro mantiene su vigor, lo que apunta a la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En junio, la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir ligeramente, pero continúa siendo elevada, del 9,5%. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero experimentó una nueva desaceleración en junio, aunque mantuvo su solidez. El efecto del aplanamiento de la curva de rendimientos está provocando un proceso de sustitución entre componentes de M3 y, por tanto, contribuye a explicar la nueva caída del crecimiento interanual de M1, que en junio se situó en un mínimo histórico. El crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios está mostrando señales de moderación, en consonancia con las subidas de los tipos de interés, con unas condiciones de financiación más restrictivas y con el menor crecimiento económico, pero sigue habiendo pocos indicios de que se hayan producido efectos adicionales en la disponibilidad de crédito originados por las tensiones actuales en los mercados financieros. Al mismo tiempo, existe evidencia clara de que las tensiones financieras han afectado directamente a determinadas contrapartidas de M3, en particular al crédito otorgado por las IFM a otros intermediarios financieros.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 9,5% en junio, desde el 10% del mes precedente (véase gráfico 5). La cifra de mayo se revisó a la baja en 0,5 puntos porcentuales, como consecuencia de correcciones en los instrumentos negociables. La tasa de crecimiento intermensual fue del 0,4% en junio, lo que indica que la evolución a corto plazo de M3, medida por las tasas de crecimiento de tres meses y de seis meses, se ha moderado desde principios del 2008.

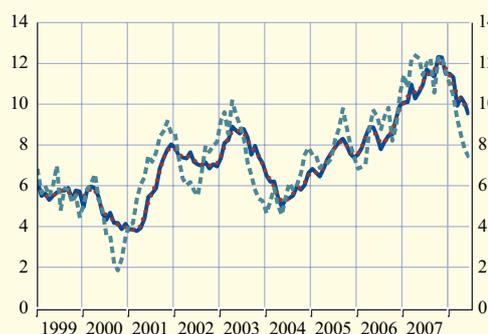
Aunque el crecimiento interanual de M3 está moderándose gradualmente, se mantiene elevado. Parte de este crecimiento sigue teniendo su origen en el efecto estimulante de una curva de rendimientos plana, que favorece las reestructuraciones de cartera desde activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3 hacia activos monetarios a más corto plazo que forman parte de este agregado. El crecimiento monetario subyacente sigue siendo intenso, y está respaldado por la actual fortaleza del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero.

Los datos de junio confirman que los aumentos de los tipos de interés a corto plazo desde finales de diciembre del 2005 han causado un efecto moderador en la evolución monetaria y del crédito que se ha plasmado, en particular, en la nueva reducción de las tasas de crecimiento interanual de M1 y de los préstamos a hogares.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- ... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento de seis meses anualizada)



Fuente: BCE.

En conjunto, las tasas de crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios muestran actualmente señales de cierta moderación, como consecuencia de las subidas de los tipos de interés, de unas condiciones de financiación más restrictivas y de la atemperación del crecimiento económico. Sin embargo, las tasas de crecimiento interanual se mantienen elevadas, y se dispone de escasa evidencia de un impacto adicional de las tensiones actuales en los mercados financieros, aparte del procedente de los determinantes convencionales de la demanda de dinero y de crédito. No obstante, algunas contrapartidas específicas de M3, como el crédito a otros intermediarios financieros (OIF), siguen mostrando una evolución que puede vincularse claramente a la naturaleza de estas tensiones.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración observada en el crecimiento interanual de M3 en junio del 2008 tiene su origen, en gran parte, en el nuevo descenso de la contribución de M1. En cambio, la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista sólo se redujo ligeramente, y la de los instrumentos negociables no experimentó variaciones.

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió de nuevo, desde el 2,3% de mayo hasta el 1,4% de junio (véase cuadro 1), la más baja desde el comienzo de la unión monetaria. Desde una perspectiva a medio plazo, esta nueva caída del crecimiento de M1 en junio representa la continuación de la tendencia a la baja observada desde finales del 2005, y refleja principalmente la evolución de los depósitos a la vista, ya que el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos ha aumentado. En junio, la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista se redujo hasta el 0,1%, desde el 1,3% de mayo, mientras que el crecimiento interanual del efectivo en circulación aumentó hasta el 8% en junio, desde el 7,5% de mayo.

El crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) continuó representando la principal contribución al crecimiento interanual de M3 en junio, aunque su aportación disminuyó ligeramente con respecto a mayo. Esto refleja la evolución de los depósitos a plazo hasta dos

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					
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 May	2008 Jun
M1	42,5	6,5	5,9	3,8	2,3	2,3	1,4
Efectivo en circulación	7,2	8,9	8,0	7,8	7,8	7,5	8,0
Depósitos a la vista	35,3	6,1	5,5	3,1	1,2	1,3	0,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,4	15,0	16,8	18,3	19,3	19,4	19,0
Depósitos a plazo hasta dos años	25,4	37,6	40,6	41,4	40,3	40,5	38,7
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,0	-3,2	-3,9	-3,3	-2,3	-2,4	-2,0
M2	85,0	10,3	10,7	10,3	10,0	10,1	9,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,0	18,7	19,6	16,3	10,2	9,7	9,7
M3	100,0	11,5	12,0	11,2	10,0	10,0	9,5
Crédito a residentes en la zona del euro		8,7	9,2	10,0	9,6	9,5	9,1
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,0	-4,1	-2,5	-1,2	-1,9	-0,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,8	-1,8	-0,9	0,8	0,7	2,1
Crédito al sector privado		11,6	12,2	12,7	11,9	11,9	11,1
Préstamos al sector privado		11,0	11,1	11,1	10,5	10,5	9,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,3	8,5	6,9	4,5	4,4	3,8

Fuente: BCE.

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

años (depósitos a corto plazo), cuya tasa de crecimiento, pese a mantenerse particularmente intensa, se redujo hasta el 38,7% en junio, desde el 40,5% de mayo. El otro subcomponente de M2-M1, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo), siguió descendiendo en junio, aunque a un ritmo algo más lento que en mayo.

La excepcionalmente vigorosa evolución de los depósitos a corto plazo es reflejo, en gran parte, del proceso de sustitución entre activos financieros impulsado por el perfil de la curva de rendimientos, que se mantiene plana. Por un lado, esto ha provocado un desplazamiento hacia depósitos a corto plazo, que se remuneran a tipos de interés próximos a los tipos del mercado monetario, desde los depósitos de ahorro y los depósitos a la vista, con remuneraciones más reducidas. Este proceso de sustitución también ayuda a explicar los motivos por los que el crecimiento de M1 ha sido muy moderado en los últimos meses. Por otro, el aplanamiento de la curva de rendimientos hace que los depósitos a corto plazo sean también más atractivos que activos a más largo plazo no incluidos en M3, ya que ofrecen mayor liquidez y menor riesgo a un coste reducido en términos de rentabilidad.

En junio, el crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3-M2) no experimentó variaciones, situándose en el 9,7%. Esta evolución oculta un acusado descenso del crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario, que, en general, resultó compensado por aumentos significativos del crecimiento de las cesiones temporales y de los valores distintos de acciones hasta dos años. Las participaciones en fondos del mercado monetario, el principal subcomponente, registró una nueva desaceleración y su tasa de crecimiento interanual fue del 2% en junio, frente al 4,8% de mayo (cifra revisada a la baja desde el 7,7%). Las salidas mensuales sucesivas observadas en el período transcurrido entre marzo y junio del 2008 sugieren que es posible que la aversión de los inversores a los fondos de mercado monetario generada en la fase inicial de las tensiones financieras, pero que pareció disminuir a principios de año, siga predominando. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años (valores distintos de acciones a corto plazo) de las IFM ascendió hasta el 20,7% en junio, desde el 14,6% de mayo (cifra revisada a la baja desde el 20,9%) y el 11,8% de abril. Esto supone cierta recuperación tras el descenso de la tasa de crecimiento durante los cuatro primeros meses del año con respecto al máximo cercano al 60% alcanzado en diciembre del 2007. Las cesiones temporales registraron considerables entradas en junio, elevando la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos hasta el 18,8%, desde el 17,1% de mayo.

Los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de datos por sector tenedor, siguió, en general, la dinámica de M3, y su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 10,4% en junio, desde el 11,2% de mayo. Esto representa la continuación de una tendencia a la baja observada desde principios de año. En junio, el descenso fue más generalizado que en los meses anteriores. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares disminuyó con respecto al máximo del 9,5% registrado en mayo, situándose en el 8,6% en junio, pero fue debido, en parte, a efectos de base. En el caso de las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 volvió a caer en junio, hasta el 7,9%, desde el 8,9% de mayo, y en el de los intermediarios financieros, esta tasa también fue algo más reducida en junio, del 19,9%, frente al 21,4% de mayo.

PRIINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro descendió hasta el 9% en junio, desde el 9,5% de mayo (véase cuadro 1). Dentro de esta contrapartida, el crédito a las Administraciones Públicas continuó disminuyendo, en términos interanuales, aunque a una tasa más reducida que en los meses anteriores (el -0,9% en junio, en

comparación con el -1,9% de mayo). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado volvió a moderarse y se situó en el 11,1% en junio, frente al 11,9% de mayo.

Los préstamos, el principal componente del crédito al sector privado, continuaron creciendo a un ritmo muy intenso en junio, registrando una tasa de crecimiento interanual del 9,8%, en comparación con el 10,5% de mayo. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a las instituciones financieras no monetarias distintas de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones se mantuvieron cerca de los máximos observados anteriormente (véase cuadro 2).

El crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras fue del 13,6% en junio, frente al 14,2% de mayo. La evolución a más corto plazo apunta ahora con más claridad a que se ha producido una desaceleración en los últimos meses. Esta desaceleración es acorde con el impacto retardado de las subidas de los tipos de interés, con el reciente endurecimiento de los criterios de concesión del crédito y con la moderación del crecimiento de la actividad económica. Continúa habiendo pocos indicios de un efecto adicional a la baja de las tensiones observadas en los mercados financieros en el nivel de capital de las entidades de crédito, por ejemplo. Al mismo tiempo, la evidencia de que estas tensiones puedan haber distorsionado al alza el crecimiento de los préstamos también es escasa. Por ejemplo, si se considera el detalle por plazos, la desaceleración del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras refleja, en gran medida, el menor crecimiento de los préstamos a plazos más cortos (hasta un año), lo que indica que la acumulación de préstamos puente a corto plazo, o problemas similares relacionados con las tensiones, no han sido los principales determinantes de la vigorosa evolución de los préstamos. Sin embargo, aunque no se dispone de evidencia de restricciones específicas sobre la oferta relacionadas con las tensiones en los mercados financieros, la continuación de la moderación gradual del crecimiento del crédito concedido por las IFM a las sociedades no financieras estaría en consonancia con la fase actual del ciclo económico.

Por lo que respecta al sector hogares, la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM observada desde principios del año 2006 continuó en junio del 2008, mes en que

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					
		2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 May	2008 Jun
Sociedades no financieras	43,8	13,8	14,0	14,6	14,4	14,2	13,6
Hasta un año	29,2	12,1	11,9	12,8	12,8	12,5	11,9
De uno a cinco años	19,8	19,9	21,0	22,6	20,9	19,9	19,9
Más de cinco años	50,9	12,7	12,7	12,8	13,0	13,1	12,3
Hogares²⁾	45,9	7,0	6,6	5,9	5,0	4,9	4,2
Crédito al consumo ³⁾	13,0	5,7	5,3	5,4	5,1	5,0	4,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,3	8,1	7,6	6,7	5,6	5,6	4,4
Otras finalidades	15,7	3,2	3,1	2,7	2,2	2,0	3,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	26,6	22,0	6,5	-1,8	-2,5	-5,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	20,0	23,4	24,7	24,8	26,6	25,5

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.

descendió hasta el 4,2%, desde el 4,9% del mes precedente. Esta ralentización es acorde con el impacto de las subidas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales del 2005 y con la moderación observada en el mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro. Continúa habiendo escasos indicios de un efecto adicional a la baja de las tensiones financieras en la oferta de préstamos. La desaceleración del crecimiento de los préstamos en junio estuvo principalmente determinada por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 4,4%, desde el 5,6% de mayo. Este descenso se debe, en gran medida, a las numerosas operaciones de titulización (fuera de balance o real) de préstamos hipotecarios realizadas, asociadas a la eliminación de estos préstamos de los balances de las IFM. Estas operaciones fueron más numerosas en junio que en los meses precedentes y, por tanto, puede considerarse que, en esta ocasión, han distorsionado a la baja los datos sobre préstamos.

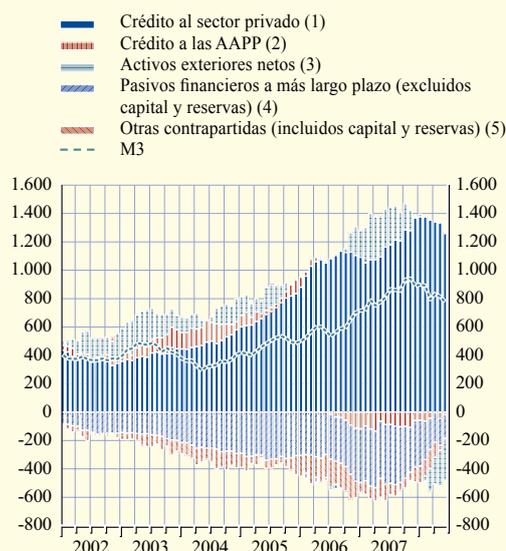
En los últimos meses, las propias IFM han conservado gran parte de los valores creados en el contexto de estas operaciones de titulización, que anteriormente se vendían principalmente a instituciones financieras no bancarias en el mercado. Esto se refleja en el persistente y acusado aumento de las adquisiciones de valores distintos de acciones del sector privado (que principalmente incluyen valores emitidos por OIF) por parte de las IFM, con una tasa de crecimiento interanual del 36,5% en junio, y puede considerarse un efecto directo de las tensiones financieras en contrapartidas específicas de M3.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM volvió a descender en junio, hasta el 3,8%, desde el 4,4% de mayo (véase gráfico 6). Esta caída refleja una desaceleración de todos sus subcomponentes. En particular, el menor crecimiento de las tenencias del sector privado de depósitos a largo plazo puede explicarse, en parte, por el aplanamiento de la curva de rendimientos, que favorece la sustitución de depósitos a largo plazo por depósitos a más corto plazo. De igual modo, la expansión más lenta de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM también puede deberse a la reticencia de las contrapartes a invertir fondos a más largo plazo.

Por último, en junio se registraron salidas mensuales por importe de 33 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM, lo que supone una reducción a la mitad de las salidas de 64 mm de euros observadas en mayo. Al mismo tiempo, las salidas netas interanuales alcanzaron los 292 mm de euros, de los que 155 mm de euros correspondieron al segundo trimestre del 2008 (véase el recuadro 1, titulado «Vínculos entre la evolución de los activos exteriores netos de las IFM y otras contrapartidas de M3»).

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.

El análisis monetario indica que la moderación actual del crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero tiene su origen, en gran parte, en el impacto habitual de la evolución de la actividad económica y de unas condiciones de financiación más restrictivas, sin que se observen signos de que las tensiones financieras hayan causado un efecto adicional sobre el nivel de capital de las entidades de crédito, por ejemplo. Únicamente es patente un impacto directo de las citadas tensiones en el acusado crecimiento de la adquisición de valores a OIF en el contexto de las operaciones de titulización. Si se analiza más allá de los efectos relacionados con las tensiones en los mercados financieros y con el aplanamiento de la curva de rendimientos, se observa que la evolución monetaria y crediticia subyacente se mantuvo vigorosa, lo que continúa apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

Recuadro I

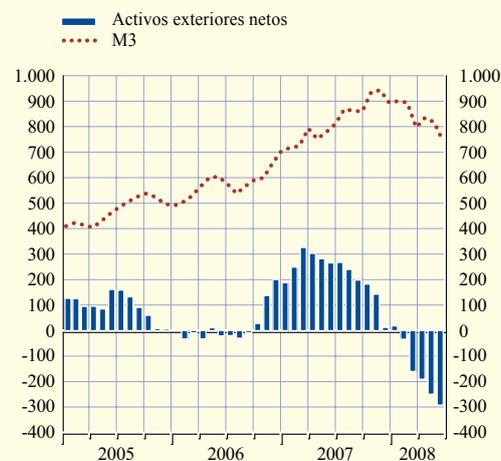
VÍNCULOS ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES NETOS DE LAS IFM Y OTRAS CONTRAPARTIDAS DE M3

Los flujos de los activos exteriores netos de las IFM reflejan las transacciones del sector tenedor de dinero de la zona del euro con contrapartidas del resto del mundo que se liquidan a través del sector de las IFM. Los flujos internacionales de capital asociados pueden influir considerablemente en la evolución de los agregados monetarios (véase el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», publicado en este Boletín Mensual). Por ejemplo, en el período comprendido entre finales del 2006 y la primavera del 2007, el aumento de las entradas en los activos exteriores netos quedó plasmado claramente en el fortalecimiento del crecimiento de M3 de la zona del euro¹. No obstante, incluso los movimientos de gran magnitud de la posición acreedora neta frente al exterior no se reflejan automáticamente en la evolución monetaria, ya que pueden verse compensados por variaciones en otras contrapartidas de M3 como el crédito y los pasivos financieros a más largo plazo. Entre los ejemplos de este tipo de disociación se incluyen el período transcurrido entre mediados del 2005 y mediados del 2006 y el período posterior a la primavera del 2007, especialmente hasta finales de ese año. En este contexto, en este recuadro se analizan ejemplos recientes que podrían hacer que los movimientos en los activos exteriores netos queden compensados por movimientos en otras contrapartidas de M3, con lo que el crecimiento de este agregado monetario no se vería afectado.

Tras el máximo de aproximadamente 330 mm de euros registrado en marzo del 2007, los flujos interanuales hacia la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujeron notablemente,

Gráfico A M3 y activos exteriores netos

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



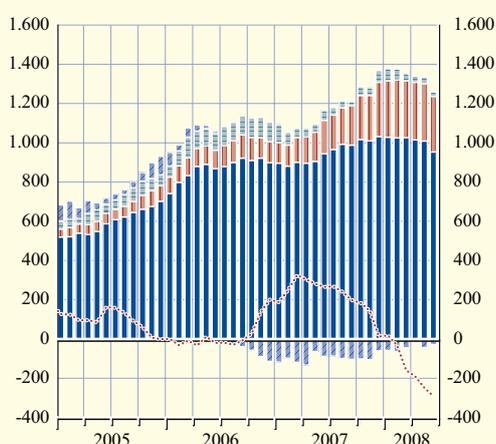
Fuente: BCE.

¹ Véase el recuadro 1, titulado «Activos exteriores netos de las IFM y su impacto en la evolución monetaria», publicado en el Informe Anual 2007 del BCE.

Gráfico B Activos exteriores netos y crédito a residentes en la zona del euro

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

- Préstamos al sector privado
- Valores distintos de acciones emitidos por el sector privado
- Acciones y participaciones emitidas por el sector privado
- Crédito a las AA PP
- Activos exteriores netos

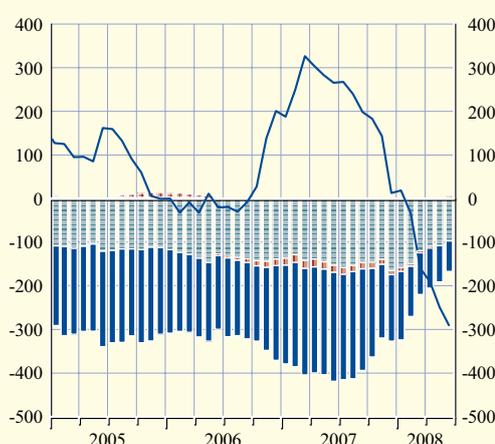


Fuente: BCE.

Gráfico C Activos exteriores netos y pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

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

- Valores distintos de acciones a más de dos años
- Depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses
- Depósitos a plazo a más de dos años
- Activos exteriores netos



Fuente: BCE.

Nota: Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido porque son pasivos del sector IFM.

y finalmente se tornaron negativos y se situaron en unos -290 mm de euros en junio del 2008. Al mismo tiempo, los flujos anuales hacia M3 se han mantenido relativamente estables, fluctuando dentro de una banda entre 750 mm de euros y 950 mm de euros (véase gráfico A). Desde una perspectiva contable, esto supone que los movimientos en los activos exteriores netos han quedado compensados por los registrados en otras contrapartidas de M3. Lo que no está tan claro al examinar el balance de las IFM es el punto hasta el que estos movimientos compensatorios están directamente relacionados en un sentido económico, o si son independientes. En el contexto de las actuales tensiones en los mercados financieros cabe imaginar algunos casos en los que la evolución de los activos exteriores netos está directamente relacionada con movimientos en otras contrapartidas.

Un ejemplo es el respaldo de liquidez que las IFM han tenido que proporcionar a los emisores de programas de titulización de papel comercial (ABCP en sus siglas en inglés), bien mediante vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) o mediante fondos especiales (*conduits*), que no consiguieron renovar el papel comercial próximo al vencimiento. Con frecuencia, este respaldo ha conllevado la adquisición de los valores emitidos por estas entidades. Si los emisores son residentes en la zona del euro y los valores adquiridos estaban anteriormente en manos de inversores no residentes en la zona, estas operaciones generan un flujo negativo en la posición acreedora neta frente al exterior y un flujo positivo en las tenencias de las IFM de valores emitidos por otros intermediarios financieros (OIF) de la zona. En el gráfico B se muestra que el descenso de los flujos anuales de los activos exteriores netos desde la primavera del 2007 ha coincidido con un repunte de la adquisición de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado (principalmente, por los OIF) de la zona del euro por parte de las IFM.

Otro ejemplo relacionado es la reubicación de algunos de estos emisores de fuera a dentro de la zona del euro, en el contexto de la reestructuración y la racionalización de las actividades relacionadas con los ABCP acometidas por algunos grupos bancarios. En este caso, los valores emitidos por estas entidades y mantenidos por las IFM de la zona del euro, que anteriormente eran activos exteriores, se convierten en valores de la zona. Por tanto, dicha reestructuración provocaría una caída de los activos exteriores netos y un aumento paralelo de las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado de la zona del euro.

También es posible que haya un vínculo directo entre la evolución de los activos exteriores netos y los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM. Por ejemplo, en el contexto de las tensiones registradas en los mercados financieros, las IFM redujeron la oferta de valores distintos de acciones a largo plazo a partir del segundo semestre del 2007, ya que los inversores consideraron menos atractivos estos valores (con vencimiento a más de dos años) y, por tanto, exigieron primas de riesgo muy elevadas. En estas circunstancias, es probable que los inversores no residentes no hayan sustituido los valores próximos al vencimiento en sus carteras por otros nuevos. En principio, esto no involucra al sector tenedor de dinero de la zona del euro y, por consiguiente, no debería afectar a los activos exteriores netos. No obstante, debido a las notables dificultades que plantea la identificación de los tenedores últimos de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM, la convención estadística es suponer que todos estos valores obran en poder de residentes en la zona del euro. De este modo, la amortización de valores próximos al vencimiento por parte de no residentes reduce los flujos de activos exteriores netos y se traduce en un descenso de la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM. En el gráfico C se presentan estos movimientos compensatorios en el período transcurrido desde mediados del 2007.

Las operaciones de titulización real o fuera de balance constituyen otro ejemplo en el que, en el contexto de las tensiones registradas en los mercados financieros, los activos exteriores netos y los pasivos financieros a más largo plazo pueden haber evolucionado de forma que se han compensado. Dependiendo de las normas contables utilizadas, en ocasiones, estas operaciones se registran en los balances de las IFM como la creación de un depósito a largo plazo (un depósito a plazo a más de dos años) frente a la entidad especial de financiación (FVC, en sus siglas en inglés) —que pertenece al sector de los OIF— a través de la cual se realiza la operación de titulización². En la medida en que la moderación en el mercado de titulización implique que la mayor parte de los inversores extranjeros no hayan adquirido nuevos bonos de titulización de activos de entidades especiales de financiación de la zona del euro, el mantenimiento de los valores en circulación en sus carteras habría generado flujos negativos en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Al mismo tiempo, la amortización de los préstamos titulizados, en caso de que las nuevas operaciones de titulización no sean numerosas, tendería a reducir los flujos de depósitos a largo plazo que mantienen las entidades especiales de financiación. El gráfico C muestra que, desde finales del 2007, la caída de los flujos de entrada en la posición acreedora neta frente al exterior ha coincidido con un descenso de los depósitos a largo plazo. El detalle por sectores indica que este descenso afectó principalmente a los depósitos mantenidos por los OIF. No obstante, es importante observar que esta disminución puede deber-

2 En algunos países de la zona del euro en los que la actividad en los mercados de titulización ha sido especialmente intensa en los últimos años, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera también con fines de cumplimiento de las obligaciones de información estadística supone que, con frecuencia, los préstamos transferidos en el contexto de una operación de titulización fuera de balance o real no se den de baja del balance original de la entidad de crédito (véase también el recuadro 3, titulado «La importancia de las normas de contabilidad para interpretar las estadísticas de los balances de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de marzo del 2008). En este caso, los ingresos procedentes de la venta de préstamos se compensan en el balance de la entidad con un pasivo intransferible, habitualmente un depósito a largo plazo (véase también el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos bancarios en el análisis monetario», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2008).

se —en mayor medida que la evolución de la actividad en los mercados de titulización— al impacto de la curva de rendimientos plana sobre la asignación de carteras de los OIF, ya que favorece a los instrumentos a más corto plazo.

Las operaciones descritas anteriormente son ejemplos de casos en los que una reducción de los flujos de los activos exteriores netos está vinculada a una variación compensatoria de otras contrapartidas, con lo que la evolución general de M3 no resulta afectada. En la coyuntura actual, estos ejemplos son cuantitativamente relevantes para la zona del euro, pero no debe considerarse que explican todos los factores que han desempeñado un papel en la evolución de los activos exteriores netos en los últimos meses. Con todo, demuestran las posibles interrelaciones y la complejidad de operaciones registradas en el balance de las IFM, que aumentan cuando en estas operaciones también participan contrapartes de fuera de la zona del euro. A este respecto, constituyen una advertencia del peligro de realizar una interpretación puramente mecánica de la evolución de las diversas contrapartidas de M3.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en mayo del 2008. Esta caída fue resultado del descenso de las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de instituciones financieras no monetarias y por la Administración Central, que se vio compensado, en gran parte, por el aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas experimentó una leve reducción, manteniéndose relativamente contenida en comparación con la de los 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 se situó en el 6,7% en mayo del 2008, ligeramente por debajo del 7,1% registrado en abril (véase cuadro 3). En cuanto al detalle por plazos de los valores distintos de acciones emitidos, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores a corto plazo se redujo ligeramente en mayo, hasta el 20,7%, desde el 20,9% del mes anterior, al igual que la de los valores a largo plazo, que cayó desde el 5,5% hasta el 5,1%. La emisión de valores a más largo plazo puede descomponerse en valores a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, los tipos de interés variables tienden a resultar favorecidos frente a los tipos fijos en períodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Por consiguiente, el aplanamiento de la curva observado en los últimos meses puede explicar, en cierta medida, el hecho de que, en mayo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a tipo de interés variable fuera de nuevo considerablemente más elevada, del 12%, que la tasa de crecimiento de este tipo de valores a tipo de interés fijo, que ese mes se situó en el 2,6%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras prácticamente no registró variaciones en mayo y fue del 6,5%. Desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte de este sector se ha reducido casi 4 puntos porcentuales desde enero del 2008, mes en el que se registró la tasa de crecimiento más elevada desde mediados del 2003. En cuanto a la estructura de vencimientos de las emisiones, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 5,1% en mayo, desde el 4,2% de abril, mientras que la de

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 May	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Abr	2008 May
Valores distintos de acciones:	12.427	8,8	9,1	8,9	8,2	7,1	6,7
IFM	5.228	10,6	10,9	10,7	9,2	7,2	7,9
Instituciones financieras no monetarias	1.539	28,7	28,2	26,8	25,4	23,2	21,2
Sociedades no financieras	694	6,3	9,2	8,7	9,5	6,6	6,5
Administraciones Públicas	4.966	3,2	3,3	3,0	2,7	2,8	1,7
De las cuales:							
Administración Central	4.650	3,0	3,3	2,9	2,6	2,9	1,6
Otras Administraciones Públicas	316	5,7	2,9	4,5	2,8	1,1	2,9
Acciones cotizadas:	5.733	1,2	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0
IFM	790	2,1	1,8	1,3	0,8	1,3	1,8
Instituciones financieras no monetarias	497	0,9	0,9	2,7	2,5	2,2	2,4
Sociedades no financieras	4.446	1,0	1,3	1,3	1,3	0,9	0,7

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».

las emisiones de valores a corto plazo se redujo hasta el 13,1% en mayo, desde el 17,9% de abril. Si se consideran los datos desestacionalizados (que son más adecuados para valorar las tendencias a corto plazo), las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas disminuyeron de nuevo en mayo, continuando con el descenso iniciado en noviembre del 2007, y se situaron en niveles similares a los observados a finales del 2006 (véase gráfico 7). Por lo que se refiere a la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,4% en mayo, desde el 3,3% de abril, mientras que la emisión de valores a corto plazo registró un crecimiento negativo ese mes. La caída de las emisiones patente en los datos desestacionalizados puede estar relacionada, al menos en parte, con las turbulencias de los mercados financieros, que han provocado un incremento del coste de la financiación mediante valores de renta fija. Esto es evidente en el incremento observado en los rendimientos y en los diferenciales de los valores de renta fija privada, en especial en el caso de empresas de poca solvencia.

Por lo que se refiere al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se situó en el 7,9% en mayo, frente al 7,2% de abril. En consonancia con la tendencia observada desde que comenzaron las turbulencias en los mercados financieros, las emisiones de valores a corto plazo mantuvieron su dinamismo, registrando una tasa

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

(tasas de crecimiento desestacionalizadas de seis meses anualizadas)



Fuente: BCE.

de crecimiento interanual del 29,5% en mayo. La tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las IFM también aumentó, situándose en el 4,5% ese mes, frente al 4,1% de abril. El hecho de que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo haya superado la de valores a largo plazo puede atribuirse a la revisión de las valoraciones que ha afectado a emisores del sector financiero desde el comienzo de las turbulencias en los mercados financieros. La mejor forma de calibrar la magnitud de este efecto es examinar las tasas de crecimiento a corto plazo. Ciertamente, los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo muestran una tasa de crecimiento del 4,6% en mayo, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión a corto plazo aumentó hasta el 15,4%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias continuó siendo elevada en mayo, pese a haber descendido hasta el 21,2%, desde el 23,2% de abril. Gran parte de las emisiones de este sector están relacionadas con las diversas operaciones de titulización llevadas a cabo por sociedades instrumentales (entidades, generalmente patrocinadas por entidades de crédito, establecidas para cumplir objetivos temporales) Sin embargo, la evolución a corto plazo que muestra la tasa de crecimiento de seis meses anualizada indica que la desaceleración de la actividad emisora de este sector ha sido más intensa desde el verano del 2007, reflejo, en parte, del hecho de que algunas actividades relacionadas con la titulización siguen viéndose obstaculizadas (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2008»).

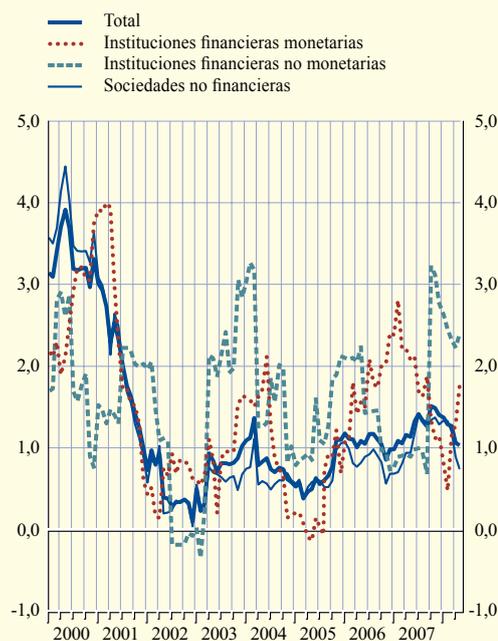
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas descendió hasta el 1,7% en mayo, desde el 2,8% de abril. Esta reducción se debió a la caída de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se redujo ligeramente en mayo, hasta el 1%, desde el 1,1% de abril (véase cuadro 3). Esta disminución es consecuencia de la caída de la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que descendió desde el 0,9% hasta el 0,7%, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de las instituciones financieras no monetarias aumentó levemente, desde el 2,2% hasta el 2,4%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se incrementó 0,5 puntos porcentuales y se situó en el 1,8% en mayo (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 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2008 realizada por el Eurosistema¹.

En el segundo trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a empresas fue algo menor que en el primer trimestre², y continuó siendo más acusado para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Según las entidades participantes, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también fue algo más moderado que en el primer trimestre, si bien fue ligeramente más pronunciado en el caso del crédito al consumo y otros préstamos a hogares, aunque desde un nivel más reducido. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de empresas y hogares se mantuvo negativa en el segundo trimestre del 2008³.

En esta encuesta figuraban también un conjunto de preguntas ad hoc, como continuación a las incluidas en encuestas anteriores, relativas al efecto de las turbulencias financieras (véase la última sección del recuadro). Por lo que respecta a la financiación en los mercados mayoristas, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el acceso a los mercados monetarios y a los de valores de renta fija tras las perturbaciones registradas en los mercados financieros se había visto algo menos dificultado en el segundo trimestre que en el primero. En cambio, el acceso a la titulización había continuado planteando dificultades, y prácticamente no se había modificado en relación con el primer trimestre.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que señalaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas fue algo más reducido que en el primer trimestre (el 43%, en comparación con el 49% del primer trimestre; véase gráfico A). Los factores que más contribuyeron al endurecimiento de los citados criterios continuaron siendo la percepción de las entidades de los riesgos relacionados con la actividad económica en general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. Al mismo tiempo, los factores relacionados con los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades (es decir, la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y su situación de liquidez) favorecieron el menor endurecimiento neto de los criterios.

En cuanto a las condiciones establecidas para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas (véase gráfico B), las relacionadas con el margen que aplican las entidades a los préstamos

- 1 La fecha límite de recepción de los datos enviados por las entidades participantes en la encuesta fue el 8 de julio de 2008. El 8 de agosto de 2008 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).
- 3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

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

(en porcentaje neto)



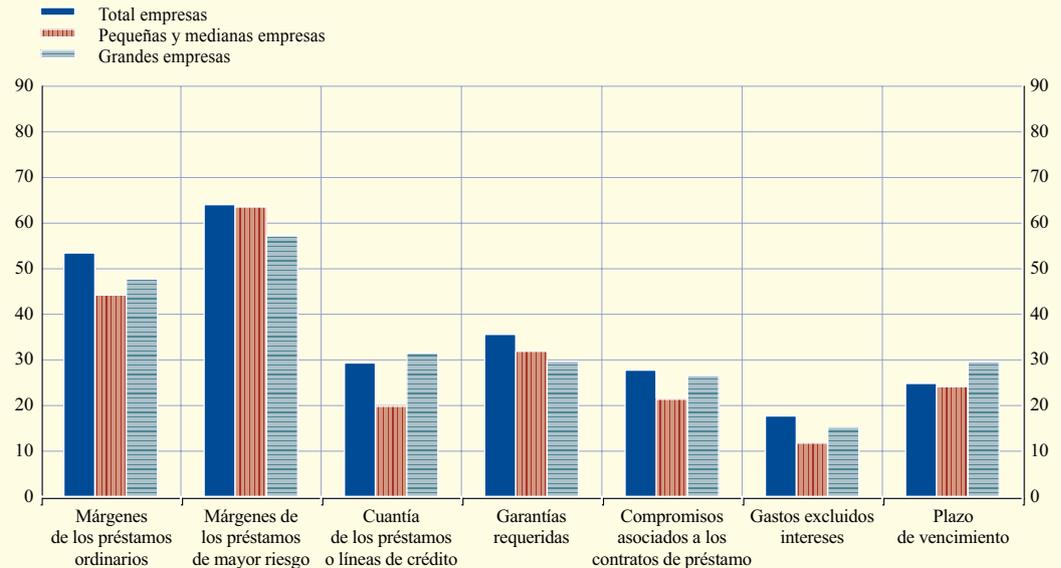
Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

ordinarios (el 53%, en comparación con el 62% de la encuesta anterior) y a los préstamos de mayor riesgo (el 64%, frente al 72% de la encuesta anterior), continuaron siendo las que más se endurecieron (es decir, aumentaron los márgenes), en términos netos, en el segundo trimestre, aunque lo hicieron algo menos que en el primero. En conjunto, el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio prácticamente no se modificó con respecto al primer trimestre, con la notable excepción de las garantías requeridas, que aumentaron en comparación con el trimestre precedente.

El endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito siguió siendo más pronunciado para las grandes empresas (el 44%, en comparación con el 53% del primer trimestre del 2008), que para las PYMES (el 34%, en comparación con el 35% del primer trimestre del 2008). Aunque el citado endurecimiento neto prácticamente no se modificó para las PYMES, se redujo en el caso de las grandes empresas. En cuanto a los factores que influyen en los criterios de aprobación del crédito bancario, el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas fueron los más importantes, tanto para las grandes empresas como para las PYMES. Al mismo tiempo, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades y, especialmente, la situación de liquidez de las entidades, fueron factores más importantes en el caso de las grandes empresas que en el de las PYMES (aunque, para las grandes empresas, su relevancia disminuyó en comparación con el trimestre anterior). Esto puede estar relacionado con la mayor importancia de la financiación mediante valores de renta fija de los préstamos bancarios concedidos a grandes empresas. Por lo que respecta a las condiciones del crédito, el aumento de los márgenes de las entidades

Gráfico B Cambios en las condiciones aplicadas a la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas en el segundo trimestre del 2008

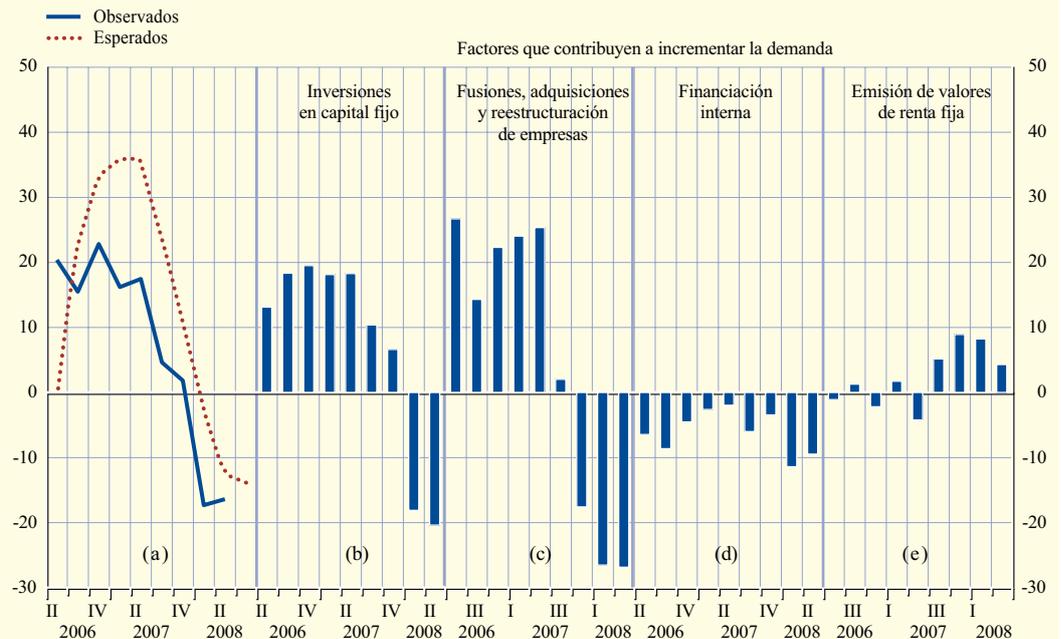
(porcentaje neto)



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

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

fue el factor que más contribuyó al endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a grandes empresas y a PYMES (véase gráfico B). Por lo que se refiere a otras condiciones no relacionadas con el precio, en general, los citados criterios se endurecieron, en términos netos, en mayor medida para las grandes empresas que para las PYMES, con la excepción de las garantías requeridas. En cuanto a los plazos de vencimiento de los préstamos, el endurecimiento neto continuó siendo más acusado para los préstamos a largo plazo (el 52%, en comparación con el 57% de la encuesta anterior) que para los préstamos a corto plazo (el 31%, en comparación con el 33% de la encuesta anterior).

De cara al tercer trimestre del 2008, las expectativas apuntan a que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación que se aplican a los préstamos o líneas de crédito a empresas será ligeramente más pronunciado (el 45%) que en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico A).

Demanda de préstamos: En el segundo trimestre del 2008, la demanda neta de préstamos a empresas se mantuvo negativa, prácticamente sin variaciones con respecto al trimestre precedente (en el -16%, en comparación con el -17% del primer trimestre del 2008; véase gráfico C). Los factores que más contribuyeron a esta demanda neta negativa fueron las fusiones y adquisiciones y las reestructuraciones empresariales, así como la disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo. Además, la financiación interna también favoreció el descenso de la demanda neta de préstamos a empresas, apuntando con ello a la sólida rentabilidad de las empresas. En cambio, la evolución de la emisión de valores de renta fija representó una contribución positiva a la demanda neta de préstamos a empresas, reflejando las condiciones de mercado y el aumento del coste de la financiación mediante este tipo de valores. Por lo que se refiere al tamaño de los prestatarios, mientras que la demanda neta de préstamos fue negativa tanto para las grandes empresas como para las PYMES (del -12% y el -8%, respectivamente), continuó siendo menor en el caso de las primeras, en consonancia con los resultados de trimestres anteriores. Además, la demanda neta fue negativa en todos los plazos de vencimiento.

Para el tercer trimestre del 2008, se espera que la demanda neta de préstamos a empresas (que se prevé que se sitúe en el -14%) sea algo menos negativa que en el segundo trimestre (véase gráfico C). Si se considera el tamaño de los prestatarios, se espera que la demanda sea ligeramente menos negativa para las PYMES y algo más negativa para las grandes empresas.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que señalaron que los criterios aplicados para la concesión de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido se redujo ligeramente (hasta el 30%, frente al 33% del primer trimestre; véase gráfico D). El deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y a las perspectivas del mercado de la vivienda fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios. Aunque los costes de financiación y la disponibilidad de fondos también favorecieron el endurecimiento neto mencionado, la competencia de otras entidades siguió contribuyendo a la relajación de los criterios. En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos para adquisición de vivienda, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el 23%, en comparación con el 25% del primer trimestre) y a los préstamos de mayor riesgo (el 30%, frente al 37% del primer trimestre) continuaron aumentando, aunque en menor medida que en el primer trimestre. Por lo que respecta a otras condiciones no relacionadas con el precio, el endurecimiento de la relación entre el principal y el valor de la garantía fue similar al indicado para los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo.

Para el tercer trimestre del 2008, las entidades participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados a la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda (el 29%) prácticamente no experimente variaciones con respecto al segundo trimestre (véase gráfico D).

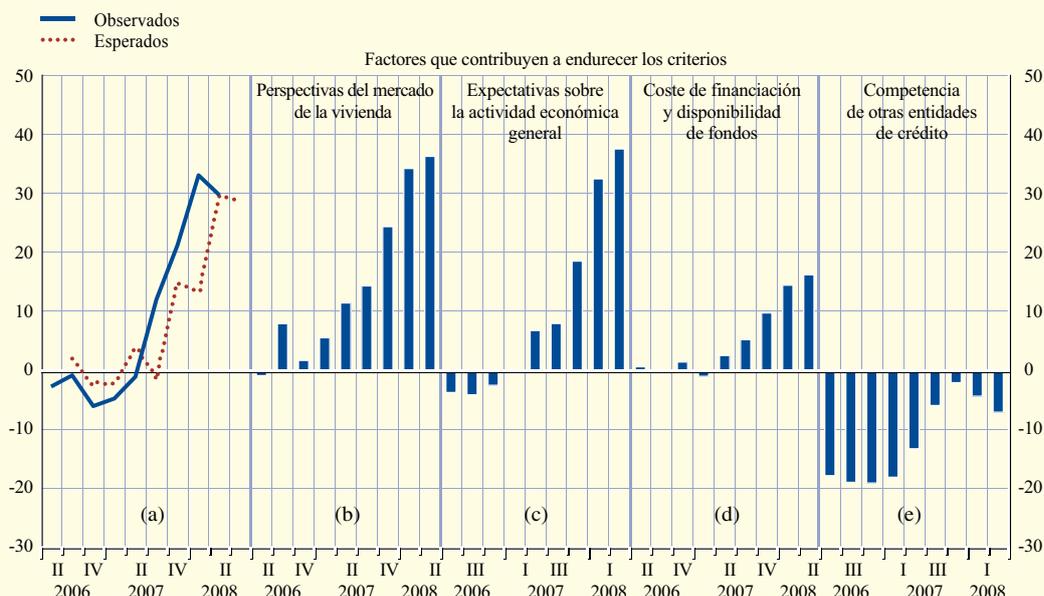
Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo negativa en el segundo trimestre del 2008, prácticamente sin variaciones en relación con el trimestre anterior (del -56%, en comparación con el -57% del primer trimestre; véase gráfico E). Esta evolución fue reflejo, principalmente, del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. Para el tercer trimestre del 2008 se espera que la demanda neta de préstamos sea algo más negativa (del -60%).

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre del 2008, el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos se habían endurecido aumentó ligeramente (hasta el 24%, desde el 19% del trimestre precedente; véase gráfico F), aunque se mantuvo por debajo del nivel señalado en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Los principales determinantes del mayor endurecimiento neto fueron la percepción de las entidades de los riesgos relacionados con el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y con la solvencia de los consumidores, junto con los riesgos asociados a las garantías solicitadas por las entidades. En cuanto a las condiciones del crédito, el endurecimiento neto se plasmó principalmente en el aumento de los márgenes. Mientras que el endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo prácticamente no se modificó tras los acusados incrementos observados en trimestres

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

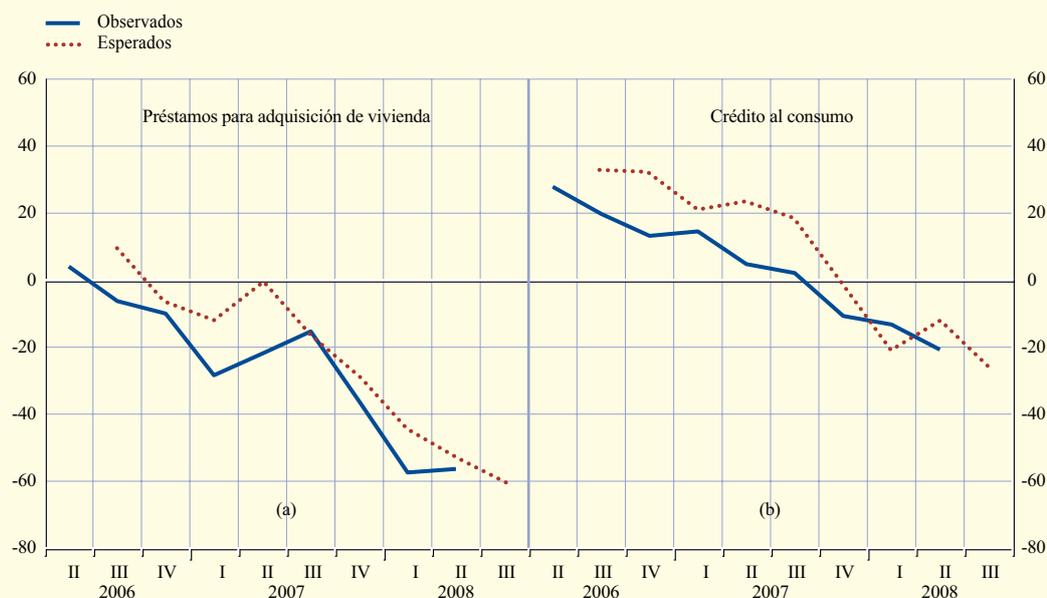
(en porcentaje neto)



Nota: Véase la nota del gráfico A..

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

anteriores, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios se incrementaron algo más en el segundo trimestre.

Para el tercer trimestre del 2008 se espera que el endurecimiento neto de los criterios de concesión del crédito al consumo y otros préstamos a hogares permanezca prácticamente invariable (en el 25%) con respecto al segundo trimestre (véase gráfico F).

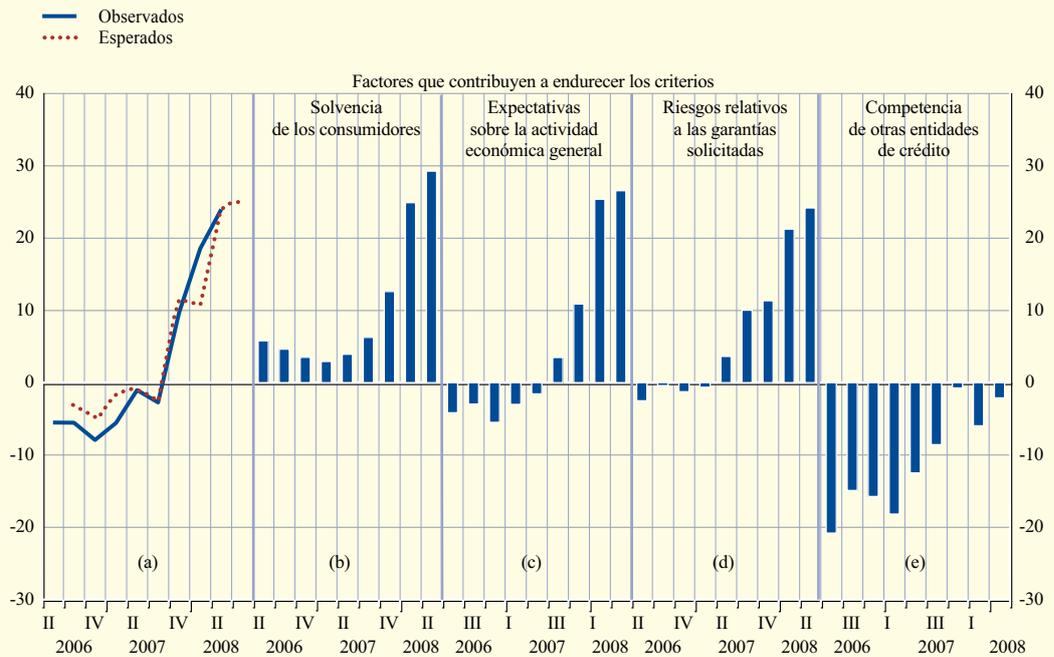
Demanda de préstamos: La demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo negativa y volvió a descender en el segundo trimestre del 2008 (hasta el -21%, frente al -13% del trimestre precedente; véase gráfico E). Al mismo tiempo, la demanda neta de esta modalidad de crédito fue considerablemente menos negativa que la indicada por las entidades participantes en la encuesta para los préstamos para adquisición de vivienda. Según las citadas entidades, el factor que más contribuyó a la moderación de la demanda fue el deterioro de la confianza de los consumidores. Para el tercer trimestre del 2008 se espera que la demanda neta continúe siendo negativa y vuelva a disminuir (hasta el -26%), en comparación con el segundo trimestre.

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En la encuesta de julio del 2008 se incluyó el mismo conjunto de preguntas específicas sobre el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde el segundo semestre del 2007. En cuanto a la financiación de las entidades de crédito a través de los mercados mayoristas, las entidades señalaron que, tras las turbulencias experimentadas en los mercados financieros, el acceso a los mercados monetarios y a los de valores de renta fija se había tornado algo menos difícil en el

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

(en porcentaje neto)



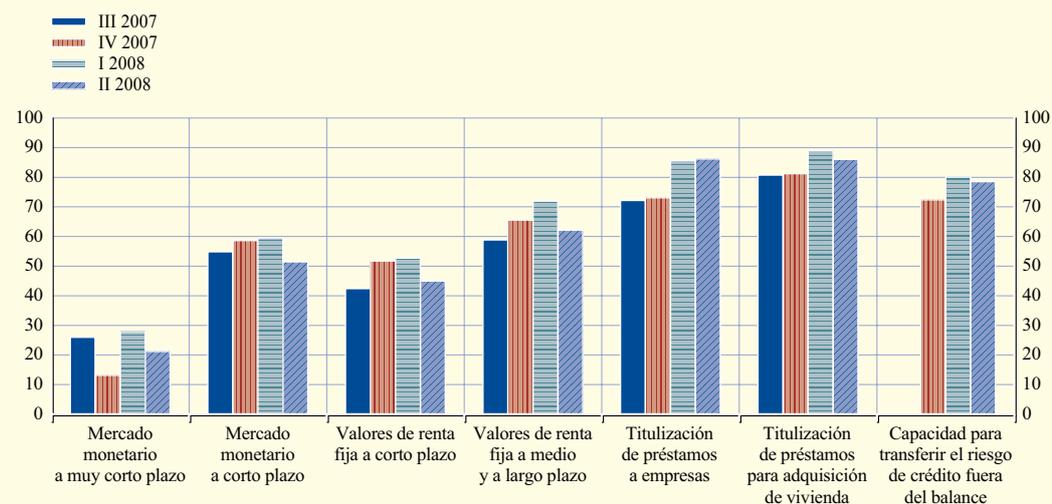
Nota: Véase la nota del gráfico A.

segundo trimestre del 2008 que en el primero (véase gráfico G). Al igual que en la última encuesta, el porcentaje de entidades que declaró haber experimentado dificultades para obtener financiación mediante la emisión de bonos a medio y largo plazo durante el trimestre fue superior al de las que señalaron dichas dificultades para los valores de renta fija a corto plazo. En contraposición a la mejora observada en el acceso a los mercados monetarios y a los de valores de renta fija, el acceso a la titulización, tanto fuera de balance o real como sintética, siguió viéndose obstaculizado, permaneciendo prácticamente invariable con respecto al primer trimestre. Entre el 80% y el 90% de las entidades participantes en la encuesta indicaron que el acceso a los mercados de titulización se había visto obstaculizado. En conjunto, las entidades participantes apuntaron a una cierta mejora en el acceso a las fuentes de financiación al por mayor, en comparación con el trimestre anterior. En los tres próximos meses se espera que el acceso a la financiación en los mercados monetarios y de valores de renta fija continúe planteando dificultades, sin que se esperen modificaciones con respecto al segundo trimestre. No obstante, el porcentaje de entidades que esperan que el acceso a la titulización se vea considerablemente dificultado es menor que en la encuesta anterior.

En consonancia con las menores dificultades de acceso a los mercados monetarios y de valores de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el impacto de estas opciones de financiación sobre los criterios de concesión del crédito bancario había disminuido, tanto en lo que respecta a los importes como a los márgenes. En cuanto al efecto sobre los citados criterios de un entorno más difícil para las operaciones de titulización, las entidades indicaron que se había observado un mayor impacto sobre los importes de los préstamos otorgados y un efecto prácticamente invariable sobre los márgenes. En todas las modalidades de financiación, las entidades mencionaron un impacto más intenso sobre los márgenes que sobre el importe de los préstamos concedidos. En

Gráfico G Acceso a la financiación en los mercados al por mayor

(en porcentaje)



Nota: Las cifras indican el porcentaje de entidades que han señalado que el acceso a determinadas fuentes de financiación mayorista se ha dificultado.

cuanto al impacto sobre la política crediticia de las entidades de la necesidad de las entidades de crédito de hacer frente a compromisos relacionados con programas de titulización de papel comercial emitido por sociedades vehiculares o vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés), aproximadamente un tercio de las entidades señaló que se había observado cierto impacto sobre su política crediticia.

Por último, en cuanto al efecto de la variación de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades sobre su política crediticia, en el segundo trimestre del 2008, el porcentaje de entidades que señaló que se había producido cierto impacto sobre los niveles de capital pero ningún efecto sobre la política crediticia fue considerablemente menor que en el primer trimestre.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron estables, en líneas generales, en julio y principios de agosto, mientras que los tipos de interés con garantías aumentaron en consonancia con los cambios en las expectativas de los mercados acerca de futuras subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario sin garantías y con garantías disminuyeron, aunque se mantuvieron en cotas elevadas si se comparan con los niveles vigentes en el período anterior al comienzo de las tensiones en los mercados financieros en agosto del 2007.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron prácticamente en el mismo nivel entre el 9 de julio y el 6 de agosto de 2008. El 6 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 4,49%, el 4,97%, el 5,17% y el 5,35%, respectivamente, 2, 1 y 2 puntos básicos por encima y 4 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 9 de julio (véase gráfico 9).

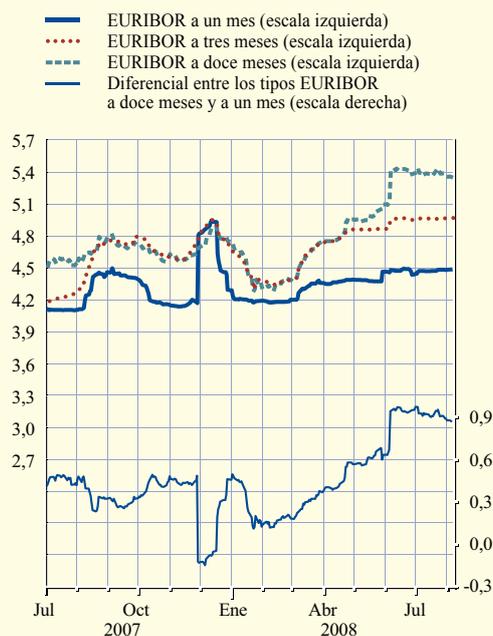
Como consecuencia de esta evolución, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se redujo ligeramente, hasta 87 puntos básicos el 6 de agosto, en comparación con 93 puntos básicos el 9 de julio (véase gráfico 9). Al mismo tiempo, las expectativas de los mercados acerca de la trayectoria de los tipos de interés oficiales del BCE, según se refleja en los EONIA swaps, experimentaron una leve mejora entre el 9 de julio y el 6 de agosto. En ese mismo período, los diferenciales entre el EURIBOR sin garantías y el índice del EONIA swap prácticamente no se modificaron. Estos diferenciales se mantuvieron en niveles elevados si se comparan con el período anterior al inicio de las tensiones financieras en agosto del 2007. Por ejemplo, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA swap al mismo plazo se situó en 65 puntos básicos el 9 de julio, en comparación con 62 puntos básicos el 6 de agosto.

El 6 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2008 y marzo del 2009 se situaban en el 5%, el 5,04% y el 4,86%, respectivamente, lo que representa una disminución de 3, 8 y 21 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 9 de julio. Si esta evolución se compara con las expectativas implícitas del mercado acerca de la trayectoria de los tipos de interés a tres meses con garantías en el 2009, puede indicar una previsión de cierto estrechamiento de los diferenciales el año próximo.

Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para los últimos días del sexto período de mantenimiento del 2008, que terminó el 8 de julio, en dicha fecha se llevó a cabo una operación de ajuste a un día me-

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

diante la cual el BCE absorbió 14,5 mm de euros y el EONIA se situó en el 3,79% (véase gráfico 10).

El 3 de julio, el Consejo de Gobierno decidió aumentar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema se incrementó hasta el 4,25%, con efectos a partir del 9 de julio. En los primeros días del séptimo período de mantenimiento de reservas, que terminó el 12 de agosto, el EONIA se estabilizó en torno al 4,28%. Durante ese período de mantenimiento, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de contrapartida de cumplir con las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, manteniendo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. Por tanto, en las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema, realizadas los días 8, 15, 22 y 29 de julio y el 5 de agosto, el BCE adjudicó 18 mm de euros, 14 mm de euros, 10 mm de euros, 8 mm de euros y 3 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. El tipo de interés marginal correspondiente a estas cuatro operaciones se situó en el 4,32%, el 4,34%, el 4,35%, el 4,38% y el 4,38%, respectivamente.

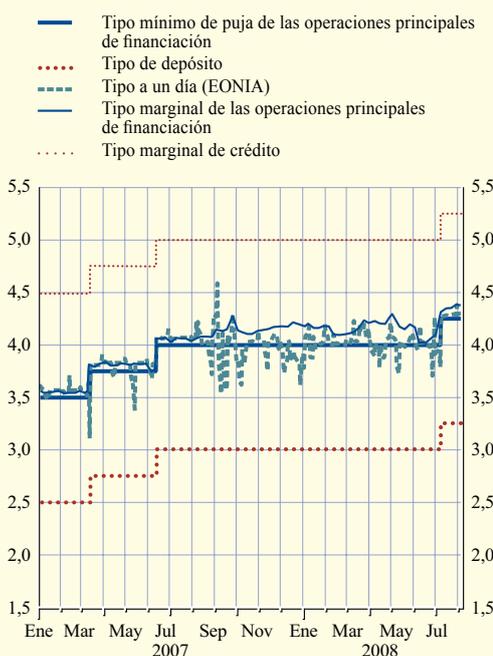
En la operación regular de financiación a plazo más largo (OFPML) del Eurosistema ejecutada el día 9 de julio (con un volumen de adjudicación fijo de 25 mm de euros y vencimiento a seis meses), el tipo de interés marginal fue del 4,93% y el tipo medio ponderado del 5,03%. En la OFPML del 30 de julio (con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros y vencimiento a tres meses), el tipo de interés marginal fue del 4,7% y el tipo medio ponderado del 4,76%. El tipo de interés marginal de esta operación fue 26 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente el 30 de julio, y 20 puntos básicos superior al tipo marginal de la OFPML con vencimiento a tres meses anterior, llevada a cabo el 25 de junio.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los mercados internacionales de renta fija mostraron una elevada volatilidad en julio. A comienzos de agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se situaba muy por debajo de los máximos de doce meses registrados a finales de junio. El rendimiento de la deuda pública a corto plazo experimentó descensos incluso más acusados. Por el contrario, en Estados Unidos los tipos de interés a largo plazo aumentaron ligeramente entre finales de junio y principios de agosto. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, reflejadas por las tasas de inflación implícitas, descendieron en ambas áreas económicas, especialmente en el medio plazo.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

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



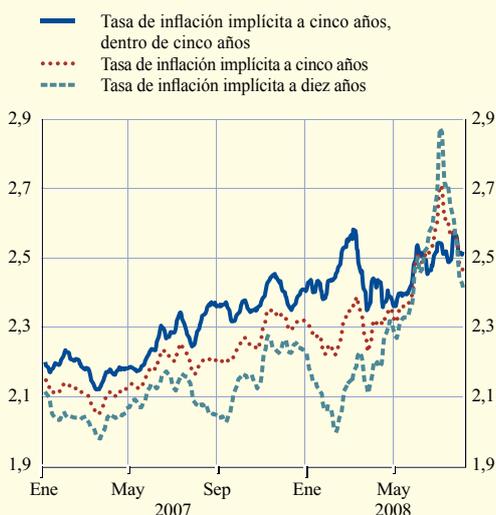
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Los mercados internacionales de renta fija experimentaron una pronunciada volatilidad en julio. Entre finales de junio y principios de agosto, se observaron también diferencias en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo entre los principales mercados (véase gráfico 11). En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó en torno a 25 puntos básicos entre finales de junio y el 6 de agosto, fecha en la que se situó en el 4,7%. Por el contrario, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a largo plazo se elevó ligeramente, situándose alrededor del 4,1% el 6 de agosto. En consecuencia, el diferencial de rendimiento entre la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en -60 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo en 10 puntos básicos, situándose en el 1,5% al final del período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó ligeramente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos en el período examinado, lo que sugiere cierta disminución del nivel de incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la renta fija.

En Estados Unidos, tras mostrar una acentuada volatilidad en las últimas semanas, el rendimiento de los bonos a largo plazo se ha situado al final del período considerado en un nivel ligeramente superior al de finales de junio. El rendimiento nominal a largo plazo se sustentó, en buena parte, en el aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación. Esta elevación del rendimiento real, particularmente intenso en los plazos medios, puede ser reflejo de la desaparición gradual de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros que se produjeron tras el episodio de presión vendedora observado en el mercado de renta variable en el segundo trimestre del 2008. El impacto del fuerte aumento del rendimiento real sobre el rendimiento nominal fue atenuado por una pronunciada reducción de las tasas de inflación implícitas, probablemente relacionada con el descenso de los precios del petróleo registrado a partir de mediados de julio. En efecto, esta evolución sugiere que, en las

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

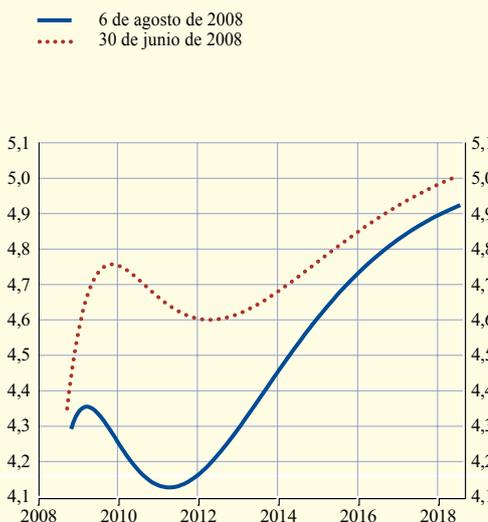
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

últimas semanas, los participantes en el mercado pueden haber rebajado de forma significativa sus expectativas de inflación en todos los vencimientos, especialmente en los plazos medios. Sin embargo, cabe tener en cuenta que las variaciones observadas en todo el período analizado ocultan la marcada volatilidad registrada en ese período y que, unidas a la volatilidad del mercado de renta variable (véase sección 2.6), también pueden reflejar, en gran medida, los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros.

En la zona del euro, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo ha experimentado también una acusada volatilidad desde finales de junio. El descenso del rendimiento nominal de la deuda pública a diez años observado en el período examinado reflejó integralmente la reducción de las tasas de inflación implícitas, mientras que el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo se mantuvo en general estable en todo el período en cuestión (véase gráfico 12). Sin embargo, en el transcurso del período considerado la curva de tipos *forward* reales experimentó un importante desplazamiento al alza en los plazos cortos a medios, con lo que se aplanó considerablemente. Este comportamiento parece estar relacionado con la desaparición de los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros.

Las expectativas de inflación de los participantes en el mercado, medidas por las tasas de inflación implícitas, se redujeron ligeramente en el período analizado, especialmente en los plazos cortos a medios, al bajar los precios del petróleo (véase gráfico 13). El fuerte descenso (en cerca de 60 puntos básicos) de las tasas de inflación implícitas en los plazos cortos a medios revirtió totalmente la estructura

temporal inversa de las tasas de inflación implícitas observada a finales de junio. En este contexto, desde finales de junio la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo prácticamente sin cambios en un nivel elevado, el 2,5%. La evolución de la estructura temporal de las tasas de inflación implícitas se reflejó en los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación, que bajaron notablemente en los plazos cortos a medios y se mantuvieron altos en los plazos más largos (2,6% a diez años).

La curva de tipos *forward* nominales implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja en todos los plazos, aunque de forma más acusada en los plazos cortos a medios (véase gráfico 14). Ello podría indicar una revisión de la valoración de las perspectivas de actividad económica y de las presiones inflacionistas de la zona del euro por parte de los inversores, en el contexto de los últimos datos publicados y del descenso de los precios del petróleo.

Los diferenciales de crédito en el mercado de renta fija privada de la zona del euro volvieron a ampliarse en julio y a principios de agosto. El diferencial de rendimientos entre la renta fija privada con calificación BBB y la deuda pública aumentó unos 30 puntos básicos en el período considerado. Mientras que las sociedades no financieras se encontraron con cierto aumento del rendimiento de la renta fija privada, la ampliación de los diferenciales de crédito fue muy pronunciada para las instituciones financieras. En consecuencia, los diferenciales de las instituciones financieras se mantuvieron en niveles particularmente elevados, cercanos o superiores a las cotas más altas alcanzadas desde que se iniciaron las turbulencias financieras en el verano pasado.

En el recuadro 3 se señala que el endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación, evidenciado por la ampliación de los diferenciales de renta fija privada, ha contribuido a frenar el proceso de concentración en el sector no financiero de la zona del euro. En efecto, tras varios años de intenso crecimiento, el número de operaciones de fusiones y adquisiciones y de préstamos sindicados relacionados con las mismas ha descendido de forma significativa en los últimos meses.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Con el telón de fondo del aumento de los diferenciales de crédito en el contexto de las turbulencias financieras, en el primer semestre de este año se registró una acusada desaceleración de las fusiones y adquisiciones en el sector de sociedades no financieras de la zona del euro. El valor de las operaciones concluidas en las que las empresas de la zona del euro actuaron como compradores se redujo hasta 83 mm de euros en el primer semestre del 2008, un descenso del 50% y del 30% en comparación con el segundo y el primer semestres del 2007, respectivamente. En concreto, en el segundo trimestre del 2008, el valor de dichas operaciones fue de sólo 32 mm de euros, la cifra trimestral más baja registrada desde el segundo trimestre del 2004, lo que representa una ruptura con respecto a la intensa actividad observada desde el año 2005.

Esta caída no fue algo inesperado, como puede observarse en el descenso aún más pronunciado del volumen de operaciones anunciadas (véase gráfico A). Éstas que, naturalmente, preceden a las operaciones realizadas en un plazo de uno a dos trimestres, ya se habían reducido notablemente en el

cuarto trimestre del 2007. Por consiguiente, a juzgar por el moderado nivel de las operaciones anunciadas observado hasta la fecha en el 2008, cabría pensar en que no es probable que se produzca un repunte, al menos de aquí a final de año.

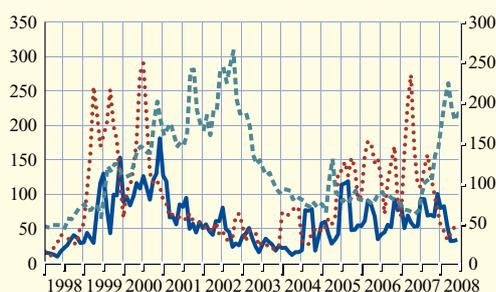
El nivel de fusiones y adquisiciones observado en los últimos años es comparable, en magnitud, con el máximo histórico observado en el período 1999-2001. Por ejemplo, el valor total de las operaciones realizadas entre el 2005 y el 2007 fue de 786 mm de euros, cifra no muy inferior a los 1.054 mm de euros observados en el período 1999-2001. La desagregación de las operaciones por medio de pago (véase gráfico B) sugiere que los dos episodios fueron similares en lo relativo al valor de las operaciones en efectivo y de las operaciones financiadas mediante deuda (que ascendieron en total a unos 730 mm de euros en ambos períodos). La diferencia entre los dos períodos se explica por el intenso recurso a los intercambios de acciones en el año 2000, hecho directamente relacionado con las elevadas cotizaciones bursátiles en esa época, especialmente en el sector de telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnología. La sobrevaloración de esos títulos de renta variable a comienzos de siglo permitió realizar un número excepcional de grandes operaciones en esos sectores.

Dado que la evolución de los mercados bursátiles no mostró signos de sobrevaloración significativa en ningún sector en particular durante el período comprendido entre los años 2005 y 2007, la composición por sectores de las operaciones de fusión y adquisición se tornó más homogénea. Mientras que la oleada de fusiones y adquisiciones realizadas a finales de la década de los años noventa se debió, en gran medida, al auge de la actividad relacionada con la tecnología y a la concentración en el sector de telecomunicaciones, en la oleada actual se ha observado un mayor porcentaje de operaciones en sectores más tradicionales (véase gráfico C). Concretamente, se han realizado varias operaciones importantes en los sectores de energía, productos y servicios de agua, gas y electricidad, lo que refleja una tendencia a la concentración por parte de las empresas en un mercado como la zona del euro, que aún sigue estando relativamente fragmentado. Además, se han realizado algunas otras operaciones dignas de mención en el sector financiero de la zona del euro. Aunque no se analizan en

Gráfico A Fusiones y adquisiciones anunciadas y realizadas con la participación de sociedades no financieras de la zona del euro como adquirentes

(mm de euros y puntos básicos)

- Operaciones realizadas
- Operaciones anunciadas
- Diferenciales de renta fija privada de sociedades no financieras con calificación BBB (escala derecha)

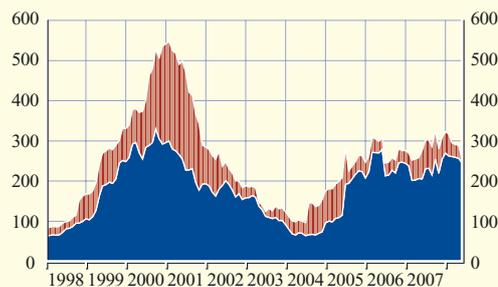


Fuentes: Bureau Van Dijk (base de datos Zephyr) y Merrill Lynch.
Nota: Las cifras correspondientes a las operaciones son sumas móviles de tres meses.

Gráfico B Fusiones y adquisiciones clasificadas por medio de pago

(mm de euros, sumas móviles de 12 meses)

- Efectivo y financiación mediante deuda
- Acciones y otros medios de pago



Fuente: Bureau Van Dijk (base de datos Zephyr).

el presente recuadro, dichas operaciones tienen relevancia para una evaluación de la situación general en materia de fusiones y adquisiciones.

La reciente oleada de fusiones y adquisiciones parece guardar relación con las condiciones de financiación excepcionalmente favorables imperantes hasta el verano del 2007. Por un lado, la sólida situación patrimonial de las empresas (resultado, entre otros factores, de la reestructuración a gran escala que se produjo tras el estallido de la burbuja de los valores tecnológicos en el 2001), su rentabilidad sostenida y la creciente disponibilidad de flujos de caja, permitió a las compañías desarrollar estrategias de expansión en el exterior utilizando recursos propios. Por otra parte, el nivel persistentemente bajo de los tipos de interés, tanto reales como nominales, en las principales áreas económicas, junto con la compresión, desde una perspectiva histórica, de los diferenciales de crédito medidos por los diferenciales de renta fija privada (véase gráfico A) o de las primas de los seguros de riesgo de crédito, creó unas condiciones propicias para recurrir de forma generalizada a la financiación externa.

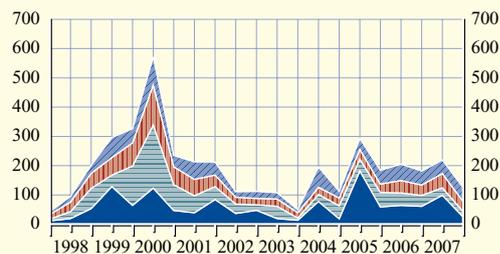
En este contexto, otros factores estructurales han contribuido a aumentar la oferta de fondos disponibles para las empresas. La innovación financiera, especialmente en relación con la mayor capacidad de los bancos para revender y reestructurar el crédito, y el desarrollo de un mercado secundario para los préstamos a empresas, ha incrementado la oferta de préstamos bancarios. La ampliación del colectivo de prestamistas más allá del sector bancario tradicional, con la inclusión, por ejemplo, de coordinadores de bonos de titulización de préstamos y, en última instancia, de inversores institucionales, también ha contribuido a esta evolución. La expansión del mercado de préstamos sindicados en la zona del euro ha sido una de las principales fuentes de financiación en la reciente oleada de fusiones y adquisiciones y representa una notable diferencia con respecto al episodio anterior. El volumen total de préstamos sindicados ascendió a unos 2.050 mm de euros en el período comprendido entre el 2005 y el 2007, alrededor de dos veces y media el nivel observado en 1999-2001, cuando el mercado estaba menos desarrollado.

Es significativo que una gran proporción de esos créditos se haya canalizado hacia las fusiones y adquisiciones (véase gráfico D), lo que refleja, en parte, el acusado incremento observado en la dimensión del sector de capital riesgo, como lo demuestra el número cada vez mayor de operaciones

Gráfico C Fusiones y adquisiciones por sector

(mm de euros, datos semestrales)

- Energía y agua, gas y electricidad
- Bienes de consumo y servicios
- Tecnología y telecomunicaciones
- Industria

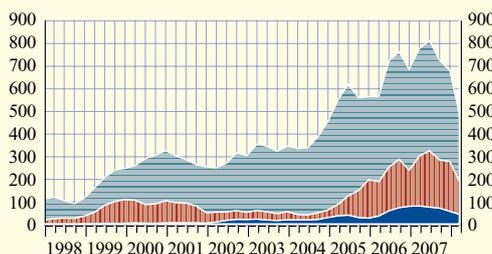


Fuente: Bureau Van Dijk (base de datos Zephyr).

Gráfico D Préstamos sindicados en la zona del euro

(mm de euros; sumas móviles de cuatro trimestres)

- Compras apalancadas
- Otras fusiones y adquisiciones
- Otros, no relacionados con fusiones y adquisiciones



Fuente: Thomson ONE Bankers.

de recompra con apalancamiento financiero. La contracción registrada desde el verano del 2007 en el número de fusiones y adquisiciones y en los préstamos sindicados relacionados con compras apalancadas ha sido, sin duda alguna, decisiva en la caída de las fusiones y adquisiciones (anunciadas) durante el mismo período. A este respecto, el descenso observado de los préstamos sindicados sugiere que la tasa de crecimiento total de los préstamos a sociedades no financieras de la zona del euro podría reducirse aún más en los próximos trimestres.

En conjunto, la reducción del número de fusiones y adquisiciones en el 2008 es una consecuencia clara de la revisión de la valoración del riesgo observada en una amplia gama de instrumentos financieros a raíz de las turbulencias financieras que se iniciaron en el verano del 2007. Desde entonces, las condiciones de financiación se han tornado más difíciles y volátiles, caracterizándose por un aumento de los diferenciales de crédito, una contracción de la liquidez en varios segmentos clave de los mercados de renta fija y el agotamiento de los mercados de titulización y préstamos sindicados. Como consecuencia de todos estos factores, se ha producido una reducción considerable del número de fusiones y adquisiciones en el sector no financiero de la zona del euro, como se puso de manifiesto con la súbita caída del número de operaciones anunciadas en fechas tan tempranas como el cuarto trimestre del 2007. En el 2008, la situación macroeconómica y las perspectivas de beneficio menos favorables del sector de sociedades no financieras han contribuido aún más a esta contracción, poniendo en tela de juicio, en particular, las operaciones con más fuerte apalancamiento, cuyos resultados económicos dependen, en última instancia, de la capacidad para generar liquidez a fin de hacer frente al pago de la deuda contraída. Al mismo tiempo, la retirada de las entidades de contrapartida participantes en operaciones de capital riesgo y compras con apalancamiento financiero podría dar cabida, gradualmente, a fusiones y adquisiciones tradicionales relacionadas con la concentración dentro de cada sector. Paralelamente, el menor interés por las operaciones apalancadas y la menor tolerancia al riesgo podrían favorecer la sostenibilidad a más largo plazo de la situación patrimonial de las empresas en la zona del euro.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En junio del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras tendieron a aumentar, reflejando, en general, la subida de los tipos de interés de mercado. El incremento observado en el coste de la financiación bancaria desde el inicio de las turbulencias en los mercados financieros a mediados del 2007 no se ha transmitido totalmente a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito.

En mayo y junio del 2008, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron, en general, en el contexto de un incremento comparable de la mayoría de los tipos de interés del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo (hasta un año) de los hogares se elevaron 16 puntos básicos entre abril y junio del 2008, registrándose la mayoría de este aumento en junio. Los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo de las sociedades financieras no experimentaron variación ni en mayo ni en junio. Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a corto plazo a hogares para consumo también se mantuvieron prácticamente invariables en junio, tras un incremento de 13 puntos básicos en mayo. Esta categoría de tipos de interés se caracteriza, con frecuencia, por sus altos niveles de volatilidad. Los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se elevaron 25 puntos básicos entre abril y junio. En algunos países de la zona del euro, estos

tipos de interés están vinculados al EURIBOR a doce meses, que aumentó 55 puntos básicos durante el mismo período. En junio del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos hasta un millón de euros concedidos a las sociedades financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año, aumentaron 6 puntos básicos, mientras que los tipos correspondientes aplicados a los préstamos por importe superior a un millón de euros se incrementaron 8 puntos básicos. En junio del 2008, los tipos de interés de los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras aumentaron 11 puntos básicos. Esta evolución refleja, en parte, el incremento de 8 puntos básicos que registró el tipo a tres meses del mercado monetario tanto en mayo como en junio.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta jun 2008 ²⁾		
	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 May	2008 Jun	2007 Nov	2008 Feb	2008 May
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	3,77	4,07	4,28	4,14	4,31	4,42	34	32	11
A plazo a más de dos años	2,73	3,08	3,09	3,00	3,08	3,20	10	7	12
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,41	2,57	2,61	2,71	2,74	2,75	17	7	1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	3,31	3,50	3,67	3,78	3,84	3,88	25	11	4
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	1,79	1,92	1,97	2,03	2,06	2,07	6	6	1
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	3,93	4,13	4,26	4,19	4,25	4,27	16	20	2
A plazo a más de dos años	4,09	4,37	4,18	4,21	4,52	4,82	70	47	30
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	8,09	8,50	8,24	8,50	8,59	8,60	30	14	1
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,99	5,23	5,31	5,21	5,35	5,47	17	20	12
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,89	5,08	5,06	4,96	4,99	5,08	-2	7	9
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,18	6,50	6,63	6,55	6,57	6,68	17	13	11
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,53	5,92	6,08	5,91	6,09	6,16	21	31	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,00	5,24	5,28	5,22	5,24	5,40	11	19	16
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	4,90	5,21	5,33	5,18	5,27	5,35	27	31	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,17	5,43	5,47	5,34	5,43	5,58	20	45	15
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,15	4,74	4,85	4,60	4,86	4,94	30	58	8
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,45	4,10	4,05	3,54	4,14	4,72	78	132	58
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,57	4,19	4,14	3,65	4,20	4,75	75	111	55

Fuente: BCE.

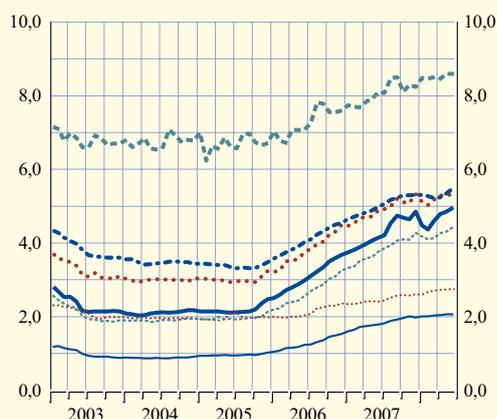
1) Los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel 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 15 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas 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



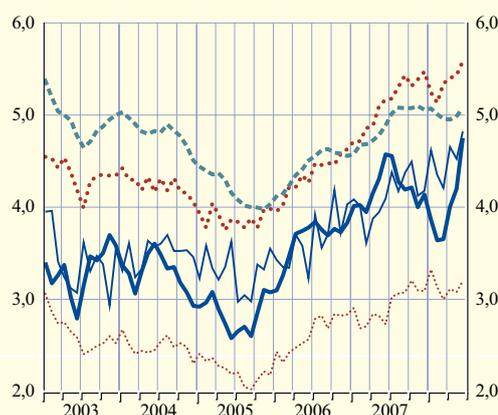
Fuente: BCE.

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas 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.

Desde una perspectiva de más largo plazo, y considerando la evolución entre junio del 2007 y junio del 2008, aunque el tipo de interés a tres meses del mercado monetario subió 79 puntos básicos, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras se elevaron 65 y 34 puntos básicos, respectivamente. Al mismo tiempo, los tipos de los préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda se incrementaron 51 y 48 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo hasta un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se elevaron 62 puntos básicos, mientras que los tipos de interés de los préstamos a corto plazo por importe superior a un millón de euros aumentaron 45 puntos básicos. En conjunto, desde el estallido de las tensiones en los mercados de crédito a mediados del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se han incrementado algo menos que los tipos del mercado monetario, lo que significa que no se ha repercutido totalmente el aumento para las entidades de crédito de los costes de la financiación mayorista y mediante titulizaciones derivado de las continuas alteraciones registradas en los mercados interbancarios.

En junio del 2008, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares aumentaron 12 puntos básicos, mientras que, en el caso de las sociedades no financieras, dichos tipos se incrementaron 30 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 16). Los tipos de interés largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también continuaron su tendencia alcista en mayo y junio del 2008. Por su parte, los tipos de interés aplicados a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras se elevaron 20 puntos básicos entre abril y junio del 2008, mientras que los tipos correspondientes aplicados a los préstamos por importe superior a un millón de euros aumentaron 9 puntos básicos durante ese período (véase gráfico 16). Los rendimientos de la deuda pública a dos y cinco años se incrementaron 86 y 75 puntos básicos, respectivamente, entre abril y junio del 2008. Cabe señalar, no obstante, que la mayor parte de esos incrementos se produjeron en junio, registrándose aumentos de 59 y 55 puntos básicos, respectivamente.

Si se considera la evolución a horizontes más lejanos, se observa que los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos aumentaron moderadamente entre junio del 2007 y junio del 2008. Los tipos de interés aplicados por estas instituciones a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se incrementaron 38 puntos básicos durante el mismo período. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años aumentaron 37 puntos básicos, mientras que los tipos correspondientes a los préstamos por importes superiores se elevaron 31 puntos básicos. Los rendimientos de la deuda pública registraron un menor aumento durante el período mencionado, y los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años se incrementaron 27 y 18 puntos básicos respectivamente. Por consiguiente, los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y los rendimientos de la deuda pública se han ampliado moderadamente desde el inicio de las turbulencias financieras, como consecuencia del aumento de los costes de financiación de las entidades de crédito. Entre finales de junio del 2007 y junio del 2008, el coste de financiación de los préstamos concedidos por las IFM, tal y como se refleja en los rendimientos de los bonos bancarios, se incrementó casi 170 puntos básicos.

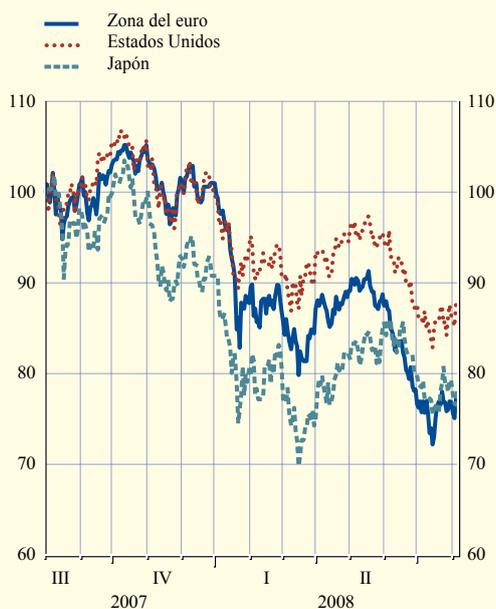
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En julio, la evolución de las cotizaciones bursátiles en los principales mercados continuó siendo volátil. A principios de agosto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos se situaban en niveles prácticamente similares a los de finales de junio, pese a las pronunciadas fluctuaciones observadas durante el período de referencia. La volatilidad de los precios de las materias primas, los anuncios de beneficios y, más recientemente, la decisión de política monetaria adoptada por la Reserva Federal el 5 de agosto, fueron los factores que más contribuyeron a las citadas fluctuaciones. La incertidumbre reinante en los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita, se redujo ligeramente en los principales mercados entre finales de junio y principios de agosto.

En la zona del euro y en Estados Unidos, los índices bursátiles amplios apenas registraban variaciones a principios de agosto con respecto a los niveles de finales de junio, pese a la considerable volatilidad observada durante el período de referencia (véase gráfico 17). En particular, la tendencia a la baja que comenzó a mediados del segundo trimestre continuó durante las dos primeras semanas de julio, y fue seguida de un repunte y de cierta estabilización en la segunda quincena de julio y a principios de agosto. Asimismo, la decisión de la Reserva Federal de no modificar los tipos de interés adoptada el 5 de agosto fue acogida positivamente por los mercados de valores internacionales. En conjunto, el índice

Gráfico 17 Índices bursátiles

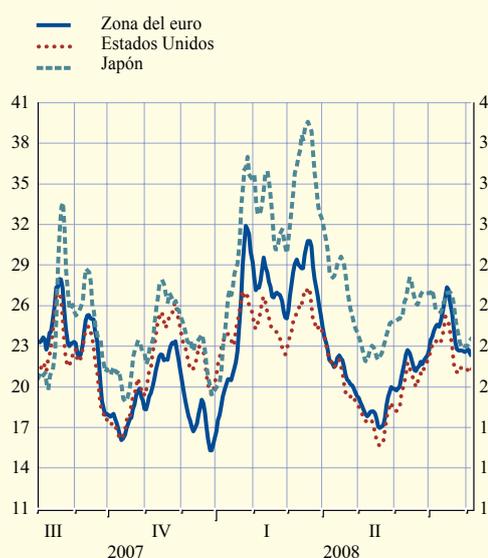
(índice: 1 agosto 2007 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

Dow Jones EURO STOXX descendió ligeramente durante el período de referencia, mientras que el índice Standard & Poor's 500 registró una pequeña subida. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, disminuyeron un 2% en ese mismo período. La incertidumbre imperante en los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, experimentó una leve reducción en los principales mercados, tras la mejora observada en junio (véase gráfico 18).

En la primera quincena de julio, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos continuaron con la tendencia a la baja observada desde mayo del 2007, ya que se vieron adversamente afectadas por los anuncios de menores beneficios para las empresas de este país, por la persistencia de la preocupación acerca de la evolución del sector financiero estadounidense y por las subidas de los precios del petróleo. A partir de mediados de julio, las cotizaciones bursátiles se vieron favorecidas por la bajada de los precios del crudo y la publicación de datos sobre beneficios de las empresas de Estados Unidos menos negativos de lo esperado. Más recientemente, la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de mantener invariables los tipos de interés adoptada el 5 de agosto y las expectativas de los mercados acerca de la orientación futura de la política monetaria contribuyeron a la recuperación de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos a principios de agosto. En conjunto, el índice Standard & Poor's 500 finalizó el período de referencia en un nivel casi un 1% por encima del de finales de junio. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el

índice Standard & Poor's 500 se mantuvo negativa en julio, en el -5%, aunque las previsiones de crecimiento de los beneficios para los próximos doce meses repuntaron ligeramente, hasta el 16%, lo que sugiere que los analistas esperan, en general, que la reducción de los beneficios sea de carácter transitorio.

La evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro fue similar, en líneas generales, a la de Estados Unidos. Los datos de julio sobre beneficios por acción de la zona mostraron que el crecimiento de los beneficios efectivos de empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 continuó descendiendo por séptimo mes consecutivo. Sin embargo, la previsión de crecimiento de los beneficios esperados para los próximos doce meses prácticamente no se modificó con respecto al mes anterior y fue del 8%, mientras que la tasa de crecimiento prevista a más largo plazo se situó en el 7%. En conjunto, en lo que respecta a los valores de renta variable de la zona del euro, las noticias relacionadas con los beneficios fueron, en general, mejores de lo esperado en julio. En cuanto a la evolución por sectores, el repunte observado en la segunda parte del período de referencia fue especialmente reseñable para los valores financieros, que consiguieron recuperarse totalmente de las pérdidas de la primera quincena de julio y terminaron el citado período en niveles aproximadamente un 4% por encima de los de finales de junio. El sector de petróleo y gas fue el que peores resultados obtuvo, una evolución acorde con la bajada de los precios del petróleo, mientras que, pese al deterioro de las perspectivas económicas, los sectores de bienes de consumo y de servicios registraron mejores resultados que el índice general.

La volatilidad implícita se redujo en los principales mercados de valores en julio y a principios de agosto, indicando que la incertidumbre en torno a la evolución a corto plazo de las cotizaciones bursátiles puede haber disminuido ligeramente.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro alcanzó el 4% en junio del 2008 y, según el avance de Eurostat, el 4,1% en julio. Las elevadas tasas de inflación observadas desde el otoño pasado son resultado, en gran medida, de los efectos directos e indirectos de las anteriores fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos a nivel mundial. A más largo plazo, según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, es probable que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga durante cierto tiempo muy por encima de un nivel compatible con la estabilidad de precios, antes de moderarse de forma gradual en el 2009.

Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo claramente alcistas y han crecido en los últimos meses. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos y de efectos indirectos crecientes sobre los precios de consumo. La fijación de los precios y los salarios podría también acrecentar las presiones inflacionistas a través de efectos de segunda vuelta generalizados. Por último, existen posibles riesgos al alza derivados de incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó hasta el 4,1% en julio del 2008 desde el 4% de junio. Aunque no se dispone todavía de las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de julio, los datos nacionales sugieren que el aumento de la inflación medida por el IAPC puede atribuirse, principalmente, a las subidas de los precios de los componentes de energía y de alimentos.

El detalle del IAPC de junio indica que, en ese mes, el aumento de la inflación medida por el IAPC general se debió, en su mayor parte, al notable encarecimiento del componente energético del IAPC, que experimentó un incremento del 16% en relación con la tasa registrada un año antes (véase gráfico 19). En junio, los precios de la energía aumentaron un 2,5% con respecto al mes anterior, como consecuencia del nuevo ascenso de los precios del crudo. En particular, los precios de los combustibles para la calefacción y el transporte experimentaron en junio una subida particularmente acusada en términos intermensuales. Se aprecian también señales de intensificación de las presiones alcistas sobre los precios de los componentes energéticos distintos del petróleo (especialmente del gas), que tienden a seguir la evolución de los precios del petróleo con cierto retraso.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

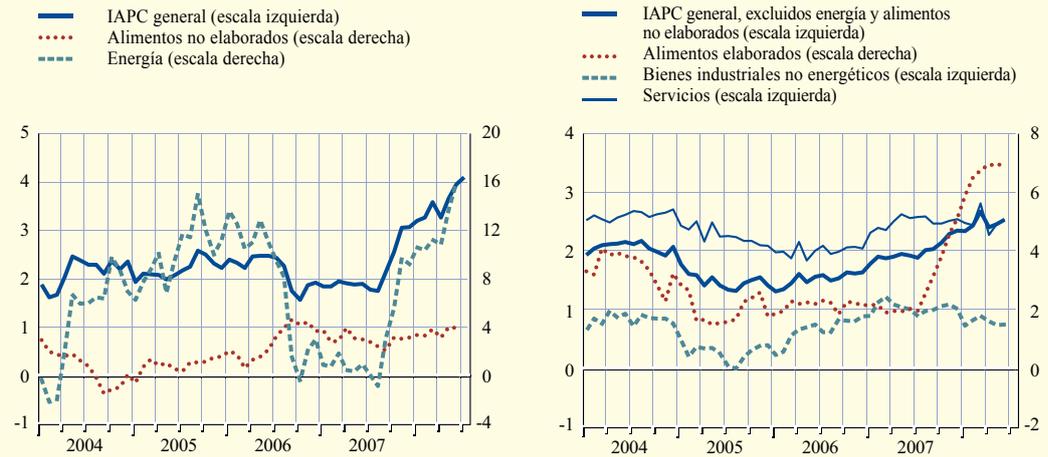
	2006	2007	2008 Feb	2008 Mar	2008 Abr	2008 May	2008 Jun	2008 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	3,3	3,6	3,3	3,7	4,0	4,1
Energía	7,7	2,6	10,4	11,2	10,8	13,7	16,0	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,3	3,8	3,1	3,9	3,9	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	6,5	6,8	7,0	6,9	7,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	.
Servicios	2,0	2,5	2,4	2,8	2,3	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	5,4	5,8	6,2	7,1	8,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	64,1	66,1	69,8	80,1	85,9	85,3
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	15,0	10,3	5,8	6,0	9,6	9,8

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

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

Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

En junio, persistió el alto nivel de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos, tras registrar un ligero aumento la correspondiente tasa de los precios de los alimentos elaborados y mantenerse sin cambios la de los precios de los alimentos no elaborados. El análisis de los distintos componentes de los alimentos no elaborados sugiere la existencia de ciertas presiones al alza relacionadas con la anterior evolución de los mercados internacionales de materias primas alimentarias. Los precios de la carne (que representa cerca de la mitad de los alimentos no elaborados) siguieron subiendo, como resultado, posiblemente, de las presiones al alza sobre los costes derivadas del encarecimiento de los piensos. Sin embargo, este repunte se compensó, en general, con una desaceleración del crecimiento de la tasa de variación de los precios de las frutas. El ligero ascenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, que se situó en el 7% en junio, fue consecuencia, básicamente, del repunte de los precios del pan y de los cereales, así como del aceite y de las grasas. Mientras que la pasada evolución de los mercados internacionales de materias primas alimentarias implica que importantes presiones en la cadena de suministro deben alcanzar todavía a los consumidores, si no se producen nuevas perturbaciones, los efectos de base favorables de las pronunciadas subidas del año pasado deberían contribuir a reducir gradualmente la inflación interanual en los precios de los alimentos en el segundo semestre de este año.

Si se excluyen todos los componentes de energía y de alimentos, que representan en conjunto más del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,8%, en junio, como reflejo, fundamentalmente, de un aumento de similar magnitud de la inflación en los precios de los servicios. A ello parecen haber contribuido las presiones indirectas sobre los costes procedentes de la energía y de los alimentos, sobre todo en forma de incrementos de los precios de los servicios de transporte, así como de los servicios recreativos y personales (que incluyen, entre otras cosas, los precios de la hostelería). La inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en junio, en el 0,7%, observándose movimientos compensatorios en dos importantes componentes. Por un lado, la tasa de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y de los materiales de confección (que representan el 17% del subíndice) cayó en junio, como consecuencia de algunas rebajas adelantadas, algo más consistentes que las del año anterior. Por

otro lado, los precios de los automóviles (que representan cerca del 15% del subíndice) se elevaron ligeramente, siendo ese el primer aumento registrado en este componente desde diciembre del 2007.

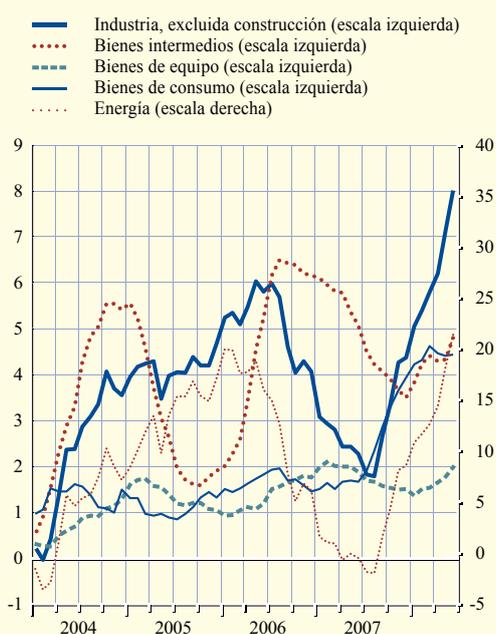
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En junio del 2008, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó desde el 7,1% de mayo hasta el 8%, la tasa más alta alcanzada en más de 25 años. Esta subida estuvo determinada, en buena medida, por los precios de la energía, que registraron en junio una tasa de variación interanual excepcionalmente alta, el 21,4%.

Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales volvió a aumentar en junio del 2008, hasta el 4%, el nivel más alto observado desde finales del 1995. Este incremento está relacionado, en gran parte, con la evolución de los precios de los bienes intermedios, que subieron un 4,8% con respecto a un año antes. Esta evolución refleja, probablemente, presiones al alza en las primeras fases de la cadena de producción, como resultado de los anteriores fuertes aumentos de los precios de las materias primas, especialmente de los metales y del petróleo. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se incrementó también en mayo, hasta el 2%, superando su media del 2007. En fases más adelantadas de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se mantuvo sin cambios en un nivel elevado, el 4,4%, en junio, mes en el que la inflación interanual en los precios de los alimentos cayó al 9,5%, aunque se mantuvo en un nivel cercano al

Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales

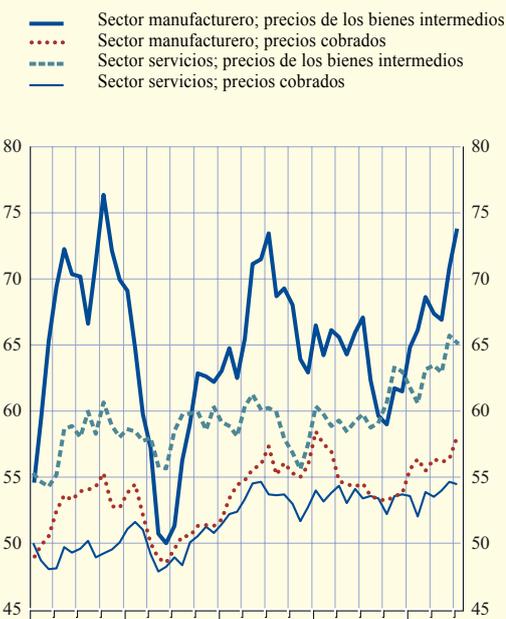
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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.

máximo del 10,1% alcanzado en marzo. Si se excluyen el tabaco y los alimentos, en junio la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo permaneció estable en el 1,4%, ligeramente por encima de su media del 2007.

Los últimos datos sobre fijación de precios por las empresas, procedentes de la encuesta a los directores de compras, apuntan a crecientes presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de suministro en los sectores de manufacturas y de servicios. Según la última encuesta, en julio del 2008 las presiones sobre los precios se acentuaron en el sector de manufacturas y siguieron siendo elevadas en el sector servicios, pese a registrar un ligero descenso con respecto al mes anterior (véase gráfico 21). En julio, el índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero repuntó, como consecuencia de los altos precios del petróleo y del continuo encarecimiento de otras materias primas. Al mismo tiempo, el índice de precios de los bienes intermedios del sector servicios permaneció en niveles cercanos al máximo alcanzado el mes anterior. El índice de precios cobrados volvió a subir en el sector manufacturero y bajó ligeramente en el sector servicios, lo que sugiere que los costes se están trasladando desde las empresas a los clientes.

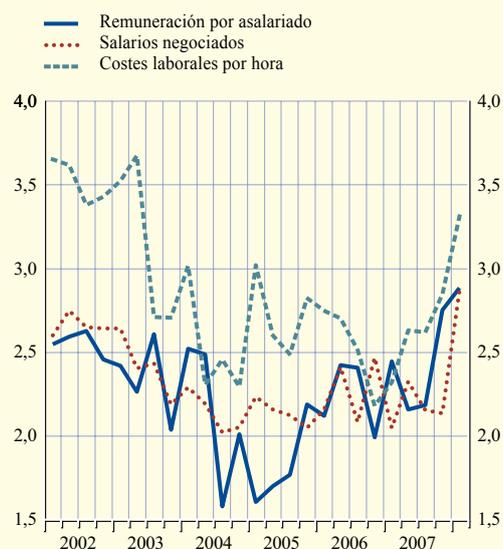
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Tras la aceleración observada en los últimos trimestres, la información más reciente sobre la evolución de los salarios confirma el vigoroso crecimiento salarial (véase cuadro 6).

Las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado se elevaron en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 22). La tasa de

Gráfico 22 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

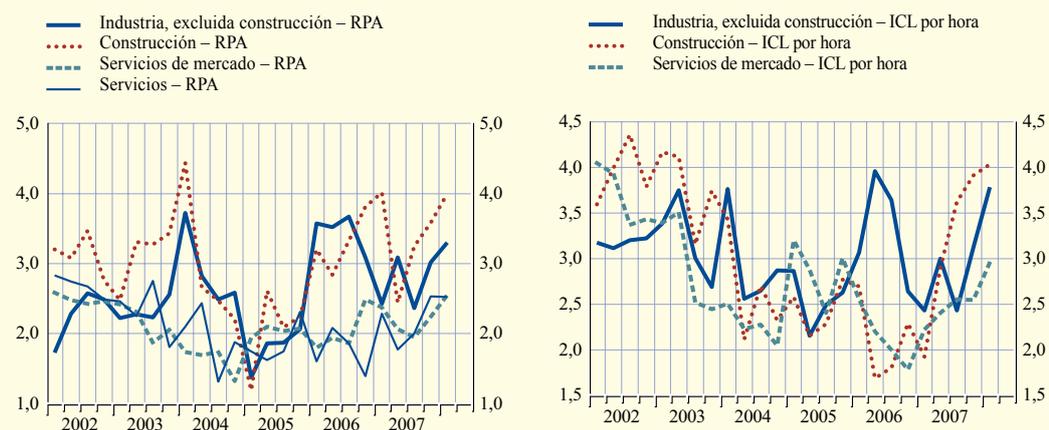
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I
Salarios negociados	2,3	2,2	2,0	2,3	2,2	2,1	2,9
Costes laborales totales por hora	2,5	2,6	2,3	2,7	2,6	2,9	3,3
Remuneración por asalariado	2,2	2,4	2,4	2,2	2,2	2,8	2,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,2	0,8	1,5	0,9	0,7	0,4	0,5
Costes laborales unitarios	1,0	1,5	1,0	1,3	1,4	2,4	2,4

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

crecimiento interanual de los salarios negociados aumentó de forma acusada, hasta el 2,9%, desde el 2,1% del último trimestre del 2007. También se disparó la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el primer trimestre del 2008, como resultado, en gran medida, del incremento de la tasa de crecimiento interanual de los costes salariales, hasta el 3,7%. Los últimos datos de remuneración por asalariado, que reflejan una leve revisión a la baja para el primer trimestre del 2008 y una revisión al alza para el último trimestre del 2007, confirman la reciente aceleración del crecimiento salarial, que concuerda con la evolución de otros indicadores disponibles. En efecto, tras registrar un pronunciado aumento, hasta el 2,8% en el último trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,9% en el primer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que se mantuvo sin cambios en el 2,4% en el primer trimestre del 2008, continúa en su nivel más alto de los cinco últimos años.

La aceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora parece haberse producido de forma generalizada en todos los sectores (véase gráfico 23). Desde el segundo semestre del 2007, las subidas particularmente acusadas observadas en la construcción, así como en la industria excluida la construcción, han ido acompañadas de un repunte general de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los servicios de mercado.

El aumento de las presiones salariales puede atribuirse a varios factores, entre los que cabe destacar las mayores tensiones en los mercados de trabajo, la elevada utilización de la capacidad productiva y los actuales sistemas de indicación de los salarios nominales que se vinculan a la anterior evolución de los precios. La resultante intensificación de las presiones inflacionistas internas y la posibilidad de que se produzcan inoportunos efectos de segunda vuelta generalizados requieren un atento seguimiento. El riesgo de efectos de segunda vuelta es particularmente acusado en los países de la zona del euro en los que existe alguna forma de indicación automática de los salarios. En efecto, en un contexto de débil crecimiento de la productividad, un alto nivel de salarios incide directamente en el crecimiento de los costes laborales unitarios.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EN LA ZONA DEL EURO

Los últimos datos de contabilidad nacional sobre la evolución de los beneficios en la zona del euro indican que la tasa de variación de los beneficios ha disminuido con respecto a las altas cotas observadas a comienzos del 2007, aunque se mantiene todavía cercana a su media de los diez últimos años. Estos datos concuerdan con las expectativas de beneficios empresariales, que se han revisado varias veces a la baja desde el verano del 2007 (para más detalles, véase el recuadro 4). Los beneficios empresariales se encontrarán probablemente bajo cierta presión en los próximos trimestres, como consecuencia de los elevados precios de las materias primas, del debilitamiento de las perspectivas económicas internas y externas, de la evolución del tipo de cambio del euro y del actual aumento de los costes laborales en la zona del euro.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se presentan los datos de contabilidad nacional más recientes sobre la evolución de los beneficios en la zona del euro. Aunque se dispone de estos datos con cierto retraso (los datos para el primer trimestre del 2008 relativos al total de la economía se publicaron a mediados de julio, y los relativos a los sectores institucionales, a comienzos de agosto), su análisis puede aportar una información valiosa sobre los factores que influyen en la evolución de los beneficios y, lo que es más importante, también puede arrojar alguna luz sobre la evolución del clima empresarial y de las intenciones de inversión¹.

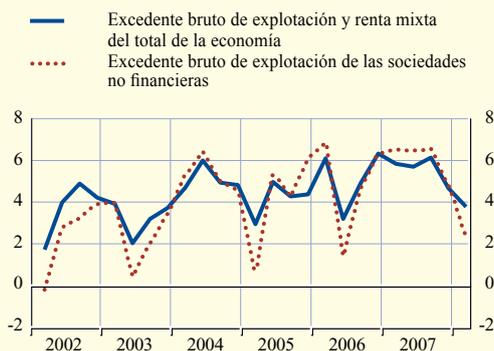
El gráfico A muestra que la tasa de variación de los beneficios ha disminuido en los últimos trimestres con respecto a las elevadas cotas alcanzadas a principios del 2007, aunque se mantiene todavía en un nivel cercano a su media de los diez últimos años. Este perfil se observa tanto en los datos del total de la economía como en los de las sociedades no financieras. El gráfico B presenta el desglose de las variaciones de los beneficios entre variaciones del producto real («volumen») y variaciones del beneficio por unidad de producto («margen») para el total de la economía². Cabe tener en cuenta que se trata de un desglose estático, en el que se supone que los precios y el producto evolucionan de forma independiente, mientras que en la realidad se determinan conjuntamente. No obstante, queda claro que tanto el volumen como el margen han influido en la desaceleración del crecimiento de los beneficios, aunque el crecimiento de los márgenes se ha ralentizado sobre todo a partir del tercer trimestre del 2007. Entre finales de ese año y comienzos del siguiente, los márgenes de beneficio estuvieron sometidos a importantes factores internos y externos. Por el lado externo, influyeron las subidas de los precios de las materias primas (tanto energéticas como no energéticas) y la relativa fortaleza del euro. Por el lado interno, los costes laborales unitarios crecieron de forma acusada, reflejo de un mayor crecimiento salarial (remuneración por asalariado) y de un menor crecimiento de la productividad del trabajo. Dado que los costes laborales son los costes más importantes a los que han de hacer frente la mayor parte de las empresas, la ralentización del crecimiento de los beneficios se debió, en gran medida, a la evolución de los costes laborales unitarios, unida a la moderación de las tasas de crecimiento interanual del PIB.

1 «Sectores institucionales» se refiere a hogares, sociedades no financieras, etc. «Ramras de actividad» se refiere a construcción, industria, servicios, etc.

2 No se dispone todavía de datos sobre la actividad real por sectores institucionales.

Gráfico A Excedente bruto de explotación: total economía y sociedades no financieras

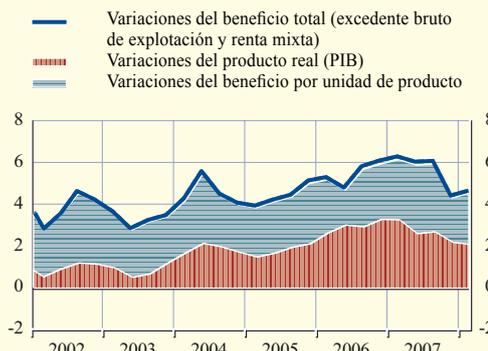
(tasas de variación interanual; datos sin desestacionalizar y sin corregir por días laborables)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico B Desglose de las variaciones de los beneficios entre variaciones del producto y variaciones del beneficio por unidad de producto

(tasas de variación interanual y puntos porcentuales; datos desestacionalizados y corregidos por días laborables)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El análisis de la evolución de los beneficios por ramas de actividad (es decir, industria, servicios, etc.) revela un patrón en general similar, aunque con ciertas diferencias. El cuadro recoge el indicador del margen de beneficio, una medida alternativa de la rentabilidad que se calcula como la diferencia entre la tasa de variación del deflactor del valor añadido y la de los costes laborales unitarios. Este indicador refleja los márgenes de las empresas en relación con sus costes laborales. Entre el 2006 y el primer trimestre del 2008, la tasa de variación del deflactor del valor añadido creció tanto en la industria como en los servicios principalmente de mercado³. Este aumento puede ser, en parte, consecuencia de la transmisión, con cierto retraso, de las anteriores subidas de los precios de las materias primas. Sin embargo, en ambas ramas de actividad la tasa de variación de los costes laborales unitarios se elevó incluso más que la del deflactor del valor añadido. En la industria, los costes laborales unitarios descendieron de hecho en el 2006 y el 2007, para aumentar en términos interanuales en el primer trimestre del 2008. En los servicios, el crecimiento de los costes laborales unitarios mostró una tendencia ascendente incluso más pronunciada, pasando del 1% en el 2006 al 2,9% a principios del 2008, como resultado del mayor crecimiento salarial registrado en los servicios, al producirse un menor crecimiento de la productividad del trabajo en ambas ramas de actividad⁴. Así pues, pese a observarse cierta aceleración del crecimiento del deflactor del valor añadido, el fuerte aumento del crecimiento de los costes laborales unitarios ha dado lugar a una evolución más moderada del indicador del margen de beneficio en ambas ramas de actividad. Además de la evolución más contenida de los costes laborales unitarios, el crecimiento ligeramente más acentuado de los beneficios observado en la industria en los últimos años refleja también el mayor crecimiento del producto en ese sector.

En general, los datos de contabilidad nacional respaldan la información obtenida de los indicadores de los mercados financieros (véase el recuadro 4 titulado «Evolución reciente de los beneficios de las empresas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2008), que han venido señalando revisiones a la baja de las expectativas de beneficios empresariales desde el verano del 2007. De cara

3 Los «servicios principalmente de mercado» corresponden a las ramas de actividad G-K de la NACE, es decir, comercio al por mayor y al por menor; hostelería; transporte, almacenamiento y comunicaciones; intermediación financiera; actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas.

4 Para más detalles sobre la evolución desagregada de los salarios, véase el recuadro 6 titulado «Evolución reciente de los salarios y de los costes laborales en la zona del euro por ramas de actividad», en el Boletín Mensual de junio del 2008.

Evolución del margen de beneficio por ramas de actividad

(tasas de variación interanual y puntos porcentuales; datos desestacionalizados y corregidos por días laborables)

	2005	2006	2007	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I
Total economía							
Deflactor del valor añadido	1,8	1,6	2,0	2,0	2,1	2,1	2,4
Coste laboral unitario	1,0	0,9	1,5	1,3	1,4	2,4	2,4
- Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,4	2,2	2,2	2,8	2,9
- Productividad del trabajo	0,8	1,3	0,9	0,9	0,7	0,4	0,5
Indicador del margen de beneficio	0,8	0,7	0,5	0,8	0,7	-0,3	0,0
Industria							
Deflactor del valor añadido	1,2	0,8	1,5	1,9	1,5	1,3	1,8
Coste laboral unitario	-0,8	-0,6	-0,3	0,1	-0,8	0,2	1,0
- Remuneración por asalariado	1,8	3,5	2,7	3,1	2,4	3,0	3,3
- Productividad del trabajo	2,6	4,1	3,1	3,0	3,2	2,8	2,3
Indicador del margen de beneficio	1,9	1,3	1,9	1,8	2,4	1,0	0,8
Servicios principalmente de mercado							
Deflactor del valor añadido	1,5	1,3	1,7	1,8	1,8	1,7	2,2
Coste laboral unitario	1,0	1,3	2,2	2,0	2,1	3,0	3,3
- Remuneración por asalariado	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,6
- Productividad del trabajo	1,1	1,0	0,4	0,5	0,2	-0,2	-0,4
Indicador del margen de beneficio	0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-1,3	-1,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

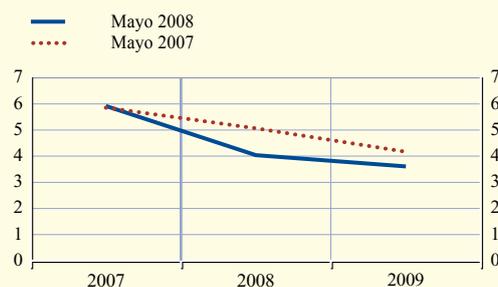
Nota: El indicador del margen de beneficio se define como la diferencia entre la tasa de variación del deflactor del valor añadido bruto y la del coste laboral unitario. A su vez, las variaciones del coste laboral unitario pueden desglosarse entre las variaciones de la remuneración por asalariado y las de la productividad del trabajo. Pueden producirse discrepancias en la suma de estas cifras por razones de redondeo.

al futuro, es probable que la evolución de los beneficios siga siendo problemática en lo que queda de año. Los elevados precios de las materias primas, la desaceleración del crecimiento de la economía mundial y la evolución del tipo de cambio del euro influirán probablemente en la rentabilidad de las empresas de la zona del euro, que están expuestas, directa o indirectamente, a la economía mundial. Por otro lado, se espera también que el debilitamiento del crecimiento económico, unido a las altas tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios, incida en la rentabilidad empresarial. Esta valoración es compartida por los participantes en las encuestas de Consensus Economics, que revisaron en mayo a la baja sus expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales en la zona del euro para los años 2008 y 2009, en relación con las expectativas recogidas un año antes (véase gráfico C).

Ante las actuales circunstancias, los principales factores que pueden sustentar la rentabilidad son unos mercados de productos y de trabajo competitivos, un crecimiento salarial moderado y el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Es necesario sostener la rentabilidad para fomentar la inversión y la creación de empleo.

Gráfico C Expectativas de beneficios empresariales de Consensus Economics

(tasas de variación anual)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Desde el pasado otoño, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha venido manteniendo considerablemente por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios. Las elevadas tasas de inflación han sido resultado, en gran medida, de los efectos directos e indirectos de las anteriores fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos a nivel mundial. Al mismo tiempo, mientras que se ha observado una desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo, existen indicios de aceleración del crecimiento de los costes laborales en los últimos trimestres. A más largo plazo, según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, es probable que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga durante cierto tiempo muy por encima de un nivel compatible con la estabilidad de precios, antes de moderarse de forma gradual en el 2009.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica señala una revisión al alza de las expectativas de inflación del sector privado para todos los plazos (véase recuadro 5). A corto plazo, la encuesta muestra una elevación significativa de las expectativas de inflación para los años 2008 y 2009, en relación con la encuesta anterior. Las nuevas previsiones para el 2010 sitúan la inflación, en promedio, en el 2,1%. Las expectativas de inflación a cinco años vista se han revisado también al alza, desde el 1,95% hasta el 2,03%.

Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo claramente alcistas y han crecido en los últimos meses. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos y de efectos indirectos crecientes sobre los precios de consumo. La fijación de los precios y los salarios podría también acrecentar las presiones inflacionistas a través de efectos de segunda vuelta generalizados. Por último, existen posibles riesgos al alza derivados de incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

Recuadro 5

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

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

Expectativas de inflación para los años 2008, 2009 y 2010

Los participantes en la EPE han revisado al alza sus expectativas de inflación para el 2008 y el 2009. La tasa de inflación esperada para el 2008 se sitúa, en promedio, en el 3,6%, es decir, 0,6 puntos porcentuales por encima del dato de la encuesta anterior (véase cuadro)¹, y la esperada para el 2009 se ha elevado en 0,4 puntos porcentuales, situándose en el 2,6%. Estas expectativas reflejan el alto nivel de los precios del petróleo, de las materias primas y de los alimentos, así como, en menor me-

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al 2013 en la EPE, al 2012 en el Barómetro de la Zona del Euro y al periodo 2014-2018 en Consensus Economics. Las previsiones de Consensus Economics para el periodo 2014-2018 y para el año 2010 se publicaron en la edición de abril del 2008 de esa encuesta.

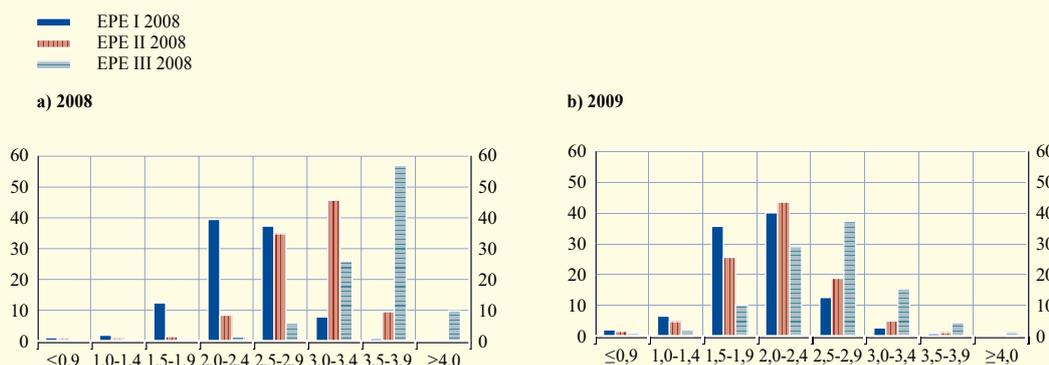
didada, la preocupación por el crecimiento salarial. Las expectativas de inflación de la EPE para el 2008 y el 2009 están dentro de los rangos de las proyecciones macroeconómicas de junio del 2008 de los expertos del Eurosistema. También están en línea con las previsiones de julio del 2008 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para el año 2008, aunque se sitúan 0,2 puntos porcentuales por encima de las previsiones para el 2009.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. La distribución de probabilidad relativa a las tasas de inflación esperadas en el 2008 y el 2009 se ha desplazado hacia cifras más altas que en la EPE del segundo trimestre del 2008 (véase gráfico A). Para el 2008, al intervalo «4% o más» (introducido en esta encuesta) se le ha asignado una probabilidad del 10%, y la previsión a la que se asigna la mayor probabilidad se sitúa en el intervalo 3,5%-3,9% (con una probabilidad del 57%). Para el 2009, la previsión a la que se asigna la mayor probabilidad se concentra en el intervalo 2,5%-2,9% (con una probabilidad del 37%). La probabilidad de que la inflación se sitúe en el intervalo más bajo, es decir, entre el 2% y el 2,4%, ha disminuido hasta el 29%, frente al 44% de la encuesta anterior.

Los participantes en la encuesta consideran que estas expectativas de inflación están sujetas a riesgos, especialmente en relación con nuevos aumentos de los precios del petróleo, de los alimentos y de las materias primas, y con la aceleración del crecimiento de los salarios nominales. Al mismo tiempo, algunos encuestados indican también que una desaceleración de la actividad económica en la zona del euro y, más concretamente, un débil crecimiento del consumo son factores que pueden contribuir a reducir la inflación.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2008 y 2009 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

Las expectativas de inflación para el 2010, que se incluyen por primera vez, se sitúan en el 2,1%, en línea con la previsión del Barómetro de la Zona del Euro y ligeramente por encima de la de Consensus Economics.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

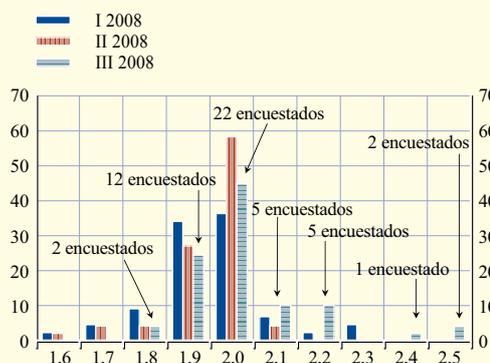
Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2013) se han revisado al alza en 0,08 puntos porcentuales, desde el 1,95% al 2,03%. Se trata de la tasa más alta registrada desde que se empezó a realizar la encuesta en 1999. Estas expectativas están en línea con las previsiones de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro para el 2012 y con las estimaciones de Consensus Economics para un período de seis a diez años vista, publicadas en abril del 2008. Tras mantenerse en niveles muy bajos en varias encuestas consecutivas, la desviación típica de las expectativas de inflación a largo plazo de la última EPE ha aumentado también por primera vez, desde 0,1 a 0,2, lo que indica una divergencia creciente entre los encuestados respecto a la tasa más probable de inflación a más largo plazo.

La revisión al alza de las expectativas de inflación a largo plazo refleja el número creciente de encuestados que sitúan la tasa en un nivel igual o superior al 2,1%. El número de encuestados que la sitúan en el 2% ha disminuido hasta 22, desde los 28 de la encuesta anterior (véase gráfico B). En la última EPE, 13 de los 49 encuestados sitúan la tasa en un nivel igual o superior al 2,1%, frente a sólo dos en la EPE del segundo trimestre del 2008.

La probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se ha

Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) de los participantes en la EPE

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

elevado hasta el 57%, frente al 50% de la encuesta anterior (véase gráfico C). Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación². A lo largo del tiempo, la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en un nivel igual o superior al 2% está generalmente en línea con la evolución de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (véase gráfico C)³.

Expectativas de crecimiento del PIB real

En comparación con la encuesta anterior, las expectativas de crecimiento del PIB real para el 2008 se mantienen sin cambios en el 1,6%. Las del 2009 se sitúan, en promedio, en el 1,3%, lo que supone una revisión a la baja de 0,3 puntos porcentuales. Esta revisión refleja, principalmente, la previsión de un menor crecimiento de la inversión en la zona del euro, como resultado de condiciones de financiación más restrictivas, de una desaceleración del crecimiento del mercado de la vivienda y de las turbulencias financieras actualmente en curso. También es reflejo del menor crecimiento de las exportaciones debido a la desaceleración del crecimiento de la economía mundial y a la fortaleza del euro, así como de la preocupación por el crecimiento del consumo a la luz del alto nivel de los precios de la energía y del petróleo.

La distribución de probabilidad relativa al crecimiento del PIB real esperado en el 2008 y el 2009 se ha desplazado hacia cifras más bajas que en la EPE anterior (véase gráfico D). Las expectativas de crecimiento del PIB real recogidas en la EPE muestran una mayor incertidumbre para el 2009 que para el 2008, tal y como refleja la distribución de probabilidad más amplia y plana del 2009, con respecto a la del 2008.

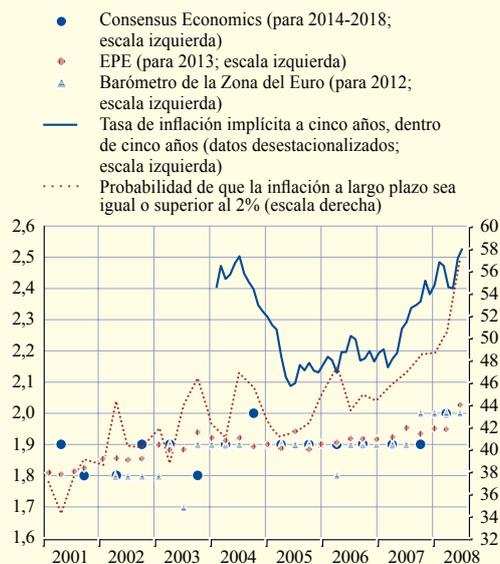
Las expectativas de crecimiento recogidas en la EPE para el 2008 y el 2009 están dentro de los rangos de las proyecciones macroeconómicas de junio del 2008 de los expertos del Eurosistema. Las expectativas de crecimiento del PIB real de la EPE para el 2008 son similares a las previsiones de las últimas encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics, y se sitúan 0,1 puntos porcentuales por encima de las previsiones para el 2009.

Para el 2010, las expectativas de crecimiento del PIB real de la EPE se sitúan en el 2,1%, es decir, 0,1 puntos porcentuales por encima de las previsiones de julio del Barómetro de la Zona del Euro, y

2 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.
3 Las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

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

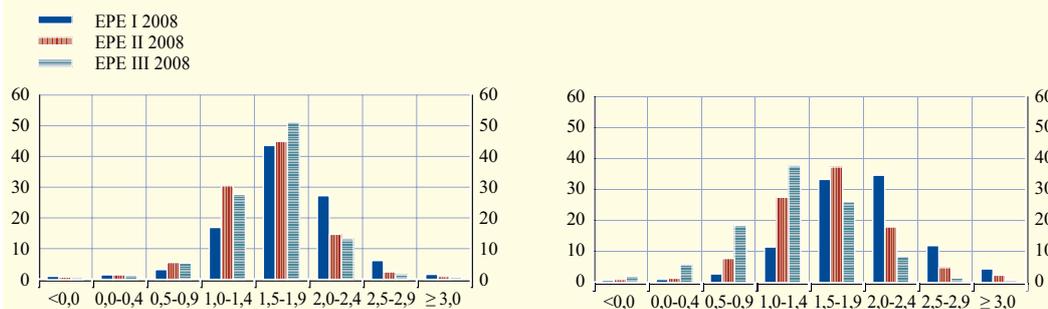
(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)



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

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en el 2008 y 2009 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

están en línea con las estimaciones de abril de Consensus Economics. Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para el 2013) se mantienen en el 2,1%.

Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo se sitúan en el 7,2% para el 2008 y en el 7,4% para el 2009. En relación con la última encuesta EPE, estas expectativas suponen revisiones al alza de 0,1 puntos porcentuales para el 2008 y de 0,3 puntos porcentuales para el 2009. En opinión de los encuestados, estas revisiones son consecuencia, principalmente, de las menores perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro, especialmente en el sector de la construcción. Las expectativas de la última EPE relativas a la tasa de desempleo se sitúan en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para el 2008 y el 2009.

Los encuestados esperan que la tasa de desempleo se sitúe en el 7,4% en el 2010, es decir, 0,2 puntos porcentuales por encima de las previsiones de julio del Barómetro de la Zona del Euro.

Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales, y se sitúan en el 6,9% para el 2013. 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 en el mercado de trabajo.

4 PRODUCTO DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La información más reciente sugiere que el crecimiento del PIB real a mediados del 2008 será sustancialmente más reducido que en el primer trimestre del año. Se trata, en parte, de una reacción técnica al fuerte crecimiento observado en los primeros meses del 2008, que refleja, asimismo, el debilitamiento del crecimiento del PIB, como consecuencia de factores como la desaceleración de la expansión económica a escala mundial y los efectos moderadores del elevado nivel y de la volatilidad de los precios del petróleo y de los alimentos. A medio plazo, los fundamentos económicos son sólidos y la zona del euro no presenta desequilibrios importantes. El empleo y la tasa de actividad han crecido notablemente, y las tasas de paro se mantienen en niveles históricamente bajos. No obstante, la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada y persisten riesgos a la baja en torno a las perspectivas de actividad económica.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Tras el crecimiento del 0,4% del cuarto trimestre del 2007, la segunda estimación de Eurostat revisa a la baja el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre del 2008, desde el 0,8% al 0,7% (véase gráfico 24). Este fuerte crecimiento fue reflejo, en parte, de factores temporales, principalmente unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas en el invierno en muchas partes de Europa, que impulsaron la actividad constructora. La actividad económica se habrá debilitado probablemente de forma significativa en el segundo trimestre, en parte como reacción técnica a la elevada tasa de crecimiento registrada en el período anterior.

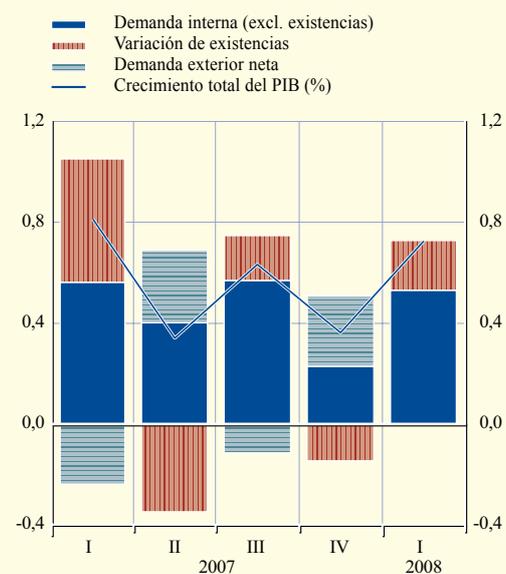
La composición del crecimiento en el primer trimestre del 2008 muestra que la actividad de la zona del euro estuvo determinada por el considerable crecimiento de la demanda interna y por la aportación positiva de las existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue cercana a cero.

La fortaleza de la demanda interna de la zona del euro reflejó, en gran medida, el vigoroso crecimiento de la inversión, a su vez sostenido por el acusado aumento de la inversión en construcción, que se elevaron un 1,6% y un 2%, respectivamente, en tasa intertrimestral. Este incremento fue probablemente resultado de las buenas condiciones meteorológicas observadas en algunas partes de Europa al inicio del año, por lo que cabe esperar que se haya reducido en el segundo trimestre. Los indicadores de actividad en la construcción, que han mostrado en el pasado una correlación bastante estrecha con los relativos a la inversión en construcción, sugieren un descenso del producto en el segundo trimestre (véase el apartado sobre producto por ramas de actividad).

La inversión, excluida la construcción, aumentó también a buen ritmo en el primer trimestre (un 1,1%, en tasa intertrimestral). En los dos últimos años, los elevados niveles de rentabilidad y de utilización de la

Gráfico 24 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

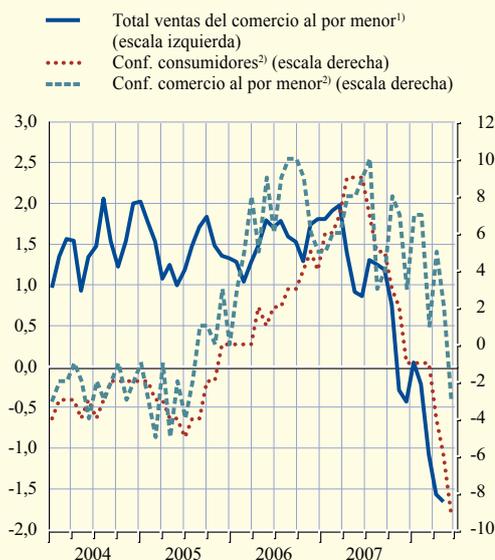
capacidad productiva parecen haber animado a las empresas a invertir para incrementar esta capacidad. Sin embargo, tal y como se señala en el recuadro 4, los datos de contabilidad nacional disponibles sobre la evolución de los beneficios en la zona del euro indican que la tasa de crecimiento de la rentabilidad empresarial ha disminuido en relación con los altos niveles registrados al principio del 2007. Además, aunque las restricciones de la capacidad productiva siguen siendo importantes, también parecen haberse atenuado a lo largo del año pasado. La encuesta de opinión de julio de la Comisión Europea pone de manifiesto que la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial fue superior a su media de largo plazo y que las empresas seguían considerando la escasez de bienes de equipo como uno de los principales factores de limitación de la producción. Sin embargo, ambos indicadores se sitúan bastante por debajo de los máximos alcanzados a mediados del 2007.

Tras descender en el cuarto trimestre del 2007, el consumo privado se recuperó moderadamente en los tres primeros meses del 2008, aumentando un 0,2% en tasa intertrimestral. Parece que en la disminución del gasto de los hogares influyeron varios factores, como un menor crecimiento de la renta disponible y una reducción de la riqueza financiera. Según las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la renta disponible bruta nominal de los hogares se elevó un 3,6% en el primer trimestre del 2008, frente al 3,9% del trimestre anterior. Sin embargo, el alza de los precios de los alimentos y de la energía ha mermado el poder adquisitivo y el crecimiento interanual de la renta disponible sólo ha subido un 0,7%, la tasa más baja registrada desde el 2003. Además, la riqueza financiera neta de los hogares se redujo notablemente en el primer trimestre del 2008, al disminuir el valor de las tenencias de renta variable.

Los indicadores disponibles apuntan a la debilidad del consumo privado en el segundo trimestre, período durante el cual el comercio al por menor descendió un 0,9% en tasa intertrimestral (véase gráfico 25). Las matriculaciones de automóviles disminuyeron también de forma acusada en la zona del euro en el segundo trimestre, alcanzando su nivel más bajo desde el 2003. Además, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea cayó en el segundo trimestre. De cara al tercer trimestre, los primeros datos sugieren que podría persistir la debilidad del consumo. En julio volvió a deteriorarse la confianza de los consumidores y las expectativas de los hogares respecto a su situación financiera personal alcanzaron su nivel más bajo desde el inicio de la serie en 1985. La posible pérdida de poder adquisitivo siguió preocupando a los consumidores, tal y como señala el índice que refleja su percepción de la evolución reciente de los precios, que se situó en su nivel más alto desde el inicio de la encuesta en 1985. Por el contrario, aunque la proporción de hogares que esperaban un aumento del desempleo en la zona del euro creció sensiblemente en julio, las familias seguían mostrándose bastante optimistas respecto a la evolución del mercado de trabajo, lo que sugiere que, en general, la situación de dicho mercado sigue respaldando el consumo privado.

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

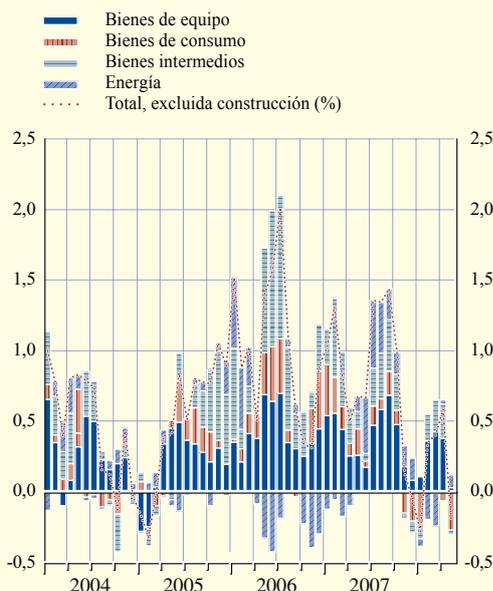
(datos mensuales)



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

Gráfico 26 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

En lo que se refiere al producto por ramas de actividad, el repunte observado en la zona del euro en el primer trimestre del 2008 reflejó un aumento del crecimiento intertrimestral en el sector servicios y en la industria, excluida la construcción (hasta el 0,5% y el 0,7%, respectivamente), y un incremento particularmente pronunciado del valor añadido en la construcción (un 2,1% en tasa intertrimestral).

En concordancia con las expectativas de que parte de la fortaleza de la actividad industrial observada en la zona del euro en el primer trimestre del año sería de carácter temporal, los datos disponibles sugieren un debilitamiento del crecimiento en el segundo trimestre del 2008. La producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro disminuyó un 1,9% en mayo, en comparación con abril (véase gráfico 26). Además, las estimaciones revisadas de producción apuntan a un perfil más plano de lo previsto del producto industrial desde el otoño del 2007. Los indicadores basados en datos de las encuestas para el sector manufacturero, que habían señalado un importante debilitamiento del crecimiento entre el primer y el segundo trimestres del 2008, volvieron a experimentar un deterioro en julio, lo que indica que este debilitamiento ha continuado en el tercer trimestre. El índice de directores de compras para las manufacturas descendió marcadamente en julio, reflejo de una caída del producto y del índice de nuevos pedidos. En efecto, ambas series han alcanzado sus niveles más bajos desde el 2001. Una imagen similar transmite el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea para el mes de julio (véase gráfico 27).

En la construcción, la producción aumentó ligeramente en mayo. Sin embargo, había experimentado fuertes caídas en marzo y abril, por lo que se espera un crecimiento negativo para el conjunto del segundo trimestre. En abril y mayo la producción se situó, en promedio, en el 2,1%, por debajo del nivel del primer trimestre. Los datos de las encuestas confirman esta tendencia decreciente. La confianza de la construcción descendió en julio, según el indicador de la Comisión Europea y el índice de directores de compras de Markit.

El crecimiento del valor añadido en los servicios en el primer trimestre del 2008 estuvo determinado por la elevada contribución del comercio y del transporte y por un crecimiento más moderado en el subsector de servicios financieros y servicios prestados a las empresas. Sin embargo, considerando el nivel de volatilidad de la evolución trimestral, los datos disponibles sugieren una ralentización general en todos los sectores de servicios en los doce últimos meses, reflejo de la serie de perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro, especialmente las turbulencias financieras y el encarecimiento de los alimentos y la energía. Los datos de las encuestas hasta julio del 2008 apuntan a un debilitamiento generalizado del crecimiento en los servicios. En particular, el indicador de confianza del sector servicios de la Comisión Europea descendió de forma acusada en julio, hasta niveles que no se observaban desde mediados del 2003.

En general, los datos más recientes relativos a la industria y los servicios indican que el crecimiento en el segundo trimestre del 2008 fue mucho menor que en el primer trimestre, debido a que algunos de los factores temporales que impulsaron la actividad al principio del año han desaparecido. Los datos de las encuestas para el mes de julio sugieren que al principio del tercer trimestre del 2008 la actividad económica seguía evolucionando a un ritmo relativamente moderado.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

En los últimos años, la situación del mercado de trabajo de la zona del euro ha experimentado una clara mejora y sigue siendo, en general, favorable, aunque la tasa de desempleo se ha elevado ligeramente en el segundo trimestre del 2008. Las expectativas de creación de empleo han disminuido en los últimos meses y apuntan a una moderación del crecimiento del empleo en el futuro.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

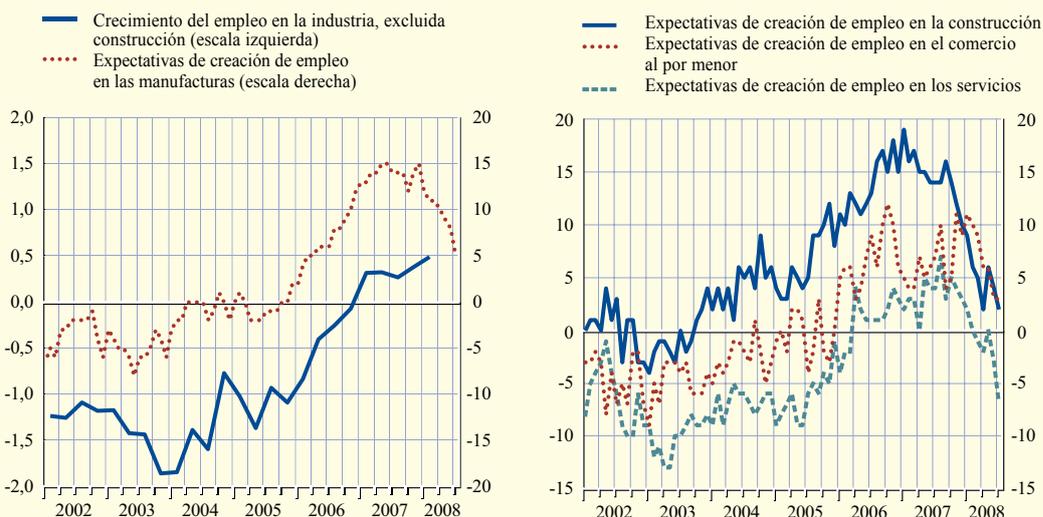
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				2008 I
	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	
Total de la economía	1,6	1,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,1	0,8	-0,6	-1,1	-0,6	0,4
Industria	0,5	1,4	0,7	0,2	0,0	0,2	0,2
Excluida la construcción	-0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
Construcción	2,6	3,9	1,9	0,4	-0,1	0,3	-0,1
Servicios	2,2	2,1	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4
Comercio y transporte	1,5	1,7	0,4	0,8	0,8	0,1	0,5
Finanzas y empresas	3,8	4,3	1,3	1,3	0,7	0,9	0,9
Administración pública ¹⁾	2,0	1,3	0,1	0,3	0,5	0,4	-0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 28 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

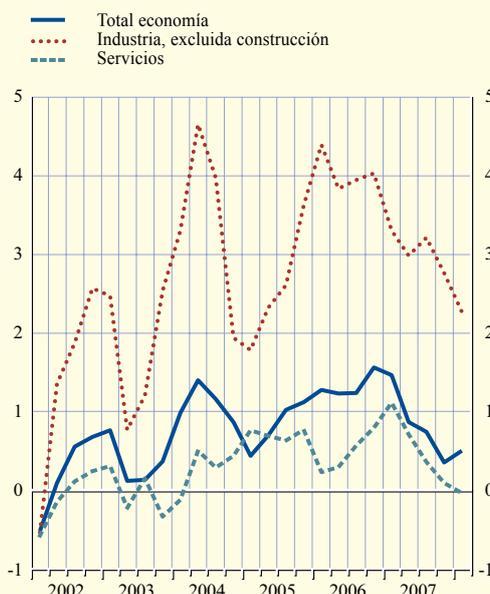
EMPLEO

La segunda estimación de Eurostat confirmó que el crecimiento del empleo en la zona del euro se situó en el 0,3% en tasa intertrimestral en los tres primeros meses del 2008. El aumento del empleo fue impulsado por la creación de puestos de trabajo en los servicios y las manufacturas, mientras que la ocupación cayó en la construcción (véase cuadro 7).

De cara al futuro, los indicadores de intención de creación de puestos de trabajo de las empresas sugieren un crecimiento más moderado del empleo en los próximos meses. Según la encuesta a directores de compras, las expectativas de creación de empleo de las empresas disminuyeron en julio del 2008 en la industria y los servicios. Se desprende una imagen similar de la encuesta de opinión de la Comisión Europea, que recoge en julio una caída de los índices de expectativas de creación de empleo en todos los sectores, salvo en el comercio al por menor (véase gráfico 28). Pese al deterioro de los indicadores de empleo observado en los últimos meses en ambas encuestas, la situación del mercado de trabajo se ha mantenido bastante sólida, aunque persisten ciertas tensiones. Según la encuesta de la Comisión Europea sobre confianza empresarial, las empresas de los sectores de industria y ser-

Gráfico 29 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

vicios seguían considerando la escasez de mano de obra como un importante factor de limitación de la producción.

En el primer trimestre del 2008, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) aumentó un 0,5%, tasa ligeramente más alta que la registrada en el trimestre anterior (véase gráfico 29). Esta mejora fue resultado, principalmente, del notable crecimiento de la productividad en la construcción, sector en el que el producto se situó en un nivel muy elevado.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 7,3% en junio del 2008 (véase gráfico 30), tras una ligera revisión al alza de la cifra de mayo. Las revisiones de los datos de los últimos meses muestran un ligero aumento de la tasa de paro, hasta el 7,3%, en el segundo trimestre, desde el 7,2% del trimestre anterior.

El número de parados volvió a subir en junio. Este incremento puede atribuirse al pronunciado ascenso de las cifras de desempleo en España (91.000 desempleados más), que se compensaron sólo en parte con las de Alemania, país en el que el número de parados descendió (39.000 desempleados menos). En conjunto, en el segundo trimestre el aumento del número de parados fue el más elevado registrado desde el 2003.

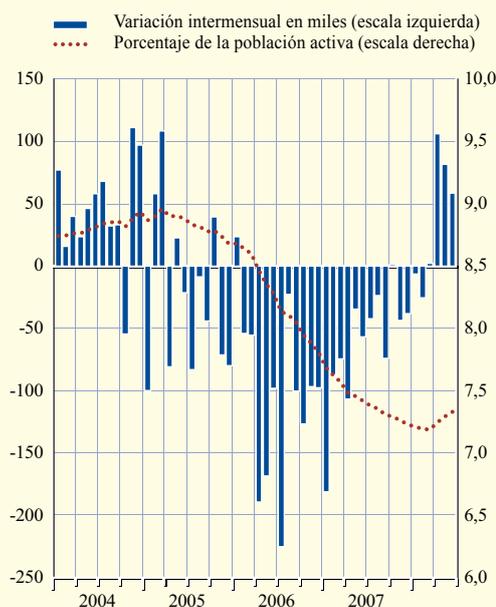
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información más reciente indica que el crecimiento del PIB a mediados del 2008 será sustancialmente más reducido que en el primer trimestre del año. Se trata, en parte, de una reacción técnica al fuerte crecimiento que caracterizó los primeros meses del 2008, en los que las buenas condiciones meteorológicas observadas en algunas partes de Europa impulsaron la actividad constructora. Esta información refleja, asimismo, el debilitamiento del crecimiento del PIB, como consecuencia de factores como la desaceleración de la expansión económica a escala mundial y los efectos moderadores del elevado nivel y de la volatilidad de los precios del petróleo y de los alimentos.

Aunque el crecimiento de la economía mundial se está moderando, se espera que siga dando pruebas de relativa fortaleza, beneficiándose, en particular, del crecimiento sostenido de las economías emergentes, lo que debería respaldar la demanda externa de bienes y servicios de la zona del euro. En cuanto a la evolución interna, a medio plazo los fundamentos económicos son sólidos y la zona del euro no presenta desequilibrios importantes. Por otro lado, aunque las expectativas de creación de empleo se han reducido en los últimos meses y apuntan a una moderación del crecimiento del empleo en el futuro, la situación del mercado de trabajo sigue siendo, en general, favorable. El empleo y la tasa de actividad han crecido notablemente, y las tasas de paro se mantienen en niveles históricamente bajos. No obstante,

Gráfico 30 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

te, es improbable que esta evolución, que favorece el crecimiento de la renta disponible de los hogares y del consumo, compense totalmente la pérdida de poder adquisitivo causada por las subidas de los precios de la energía y de los alimentos.

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada, como consecuencia, entre otros factores, del alto nivel y de la volatilidad de los precios de las materias primas y de las actuales tensiones en los mercados financieros. En general, persisten riesgos bajistas, relacionados, en particular, con el efecto moderador que nuevos aumentos no anticipados de los precios de la energía y de los alimentos podrían tener sobre el consumo y la inversión. Además, también se derivan riesgos bajistas de la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un efecto más negativo de lo esperado sobre la economía real. La posible evolución desordenada, debido a los desequilibrios mundiales y la preocupación acerca de la aparición de presiones proteccionistas conllevan, asimismo, riesgos a la baja para las perspectivas de actividad económica, especialmente tras el fracaso de las recientes negociaciones de la ronda de Doha sobre la liberalización del comercio.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Los tipos de cambio del euro se estabilizaron, en gran medida, en los tres meses transcurridos hasta agosto en un entorno de cierta volatilidad. El 6 de agosto, el euro se situaba, en términos efectivos nominales, prácticamente al mismo nivel que a finales de abril y alrededor de un 7% por encima de la media del 2007.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de agosto de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— prácticamente no había experimentado variación con respecto al nivel observado a finales de abril del 2008 y se situaba alrededor de un 7% por encima de la media registrada en el año 2007 (véase gráfico 31).

La estabilidad general del tipo de cambio efectivo del euro en los tres últimos meses fue resultado de movimientos básicamente compensatorios de los tipos de cambio bilaterales, algunos de los cuales experimentaron oscilaciones muy significativas. El acusado fortalecimiento del euro frente al yen japonés y, en menor medida, frente al dólar canadiense y frente al dólar australiano se contrarrestó con un debilitamiento frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE, especialmente frente al forint húngaro y el zloty polaco, así como frente al renminbi chino.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba, el 6 de agosto, un 6,7% por encima del nivel observado a comienzos del año 2005. Esta apreciación tuvo su origen, principalmente, en un fortalecimiento de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés.

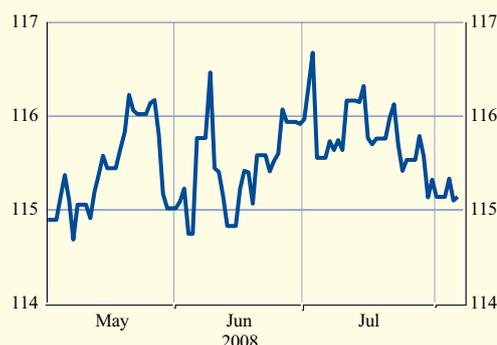
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras apreciarse frente al dólar estadounidense durante casi todo el mes de mayo, la cotización del euro experimentó, posteriormente, oscilaciones más bien significativas en junio y julio, y una depreciación a principios de agosto. En cierta medi-

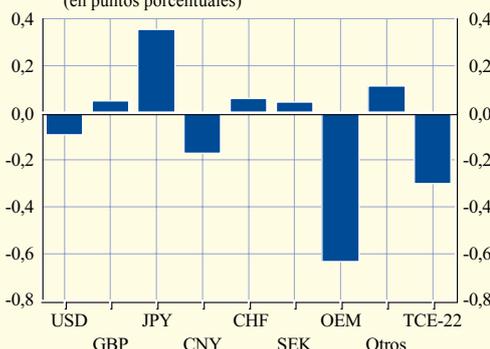
Gráfico 31 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

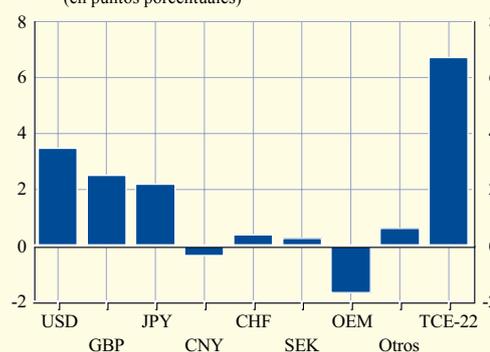
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de abril de 2008 al 6 de agosto de 2008
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 6 de agosto de 2008
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-22 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-22 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

da, el tipo de cambio del dólar frente al euro siguió estando determinado por los cambios en las expectativas de los mercados con respecto a la resistencia relativa de la actividad económica en las dos economías. La publicación de algunos datos que corroboran la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas de inflación en Estados Unidos podría haber contribuido al debilitamiento del euro frente al dólar en la primera quincena de junio como resultado de los consiguientes cambios en las expectativas de los mercados en lo que se refiere a la orientación relativa de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro. Sin embargo, posteriormente, hacia mediados de julio, las turbulencias en los mercados asociadas a la preocupación por la solidez del sistema financiero estadounidense favorecieron al tipo de cambio de la moneda única frente al dólar. Tras un período de volatilidad relativamente alta de los tipos de cambio, a finales de julio y principios de agosto, el euro perdió de nuevo parte del terreno ganado anteriormente como consecuencia de las percepciones menos favorables de los mercados respecto a la resistencia de la economía de la zona del euro. El 6 de agosto, el euro cotizaba a 1,55 dólares, prácticamente sin variación respecto al nivel de finales de abril del 2008 y un 12,9% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 32).

YEN JAPONÉS/EURO

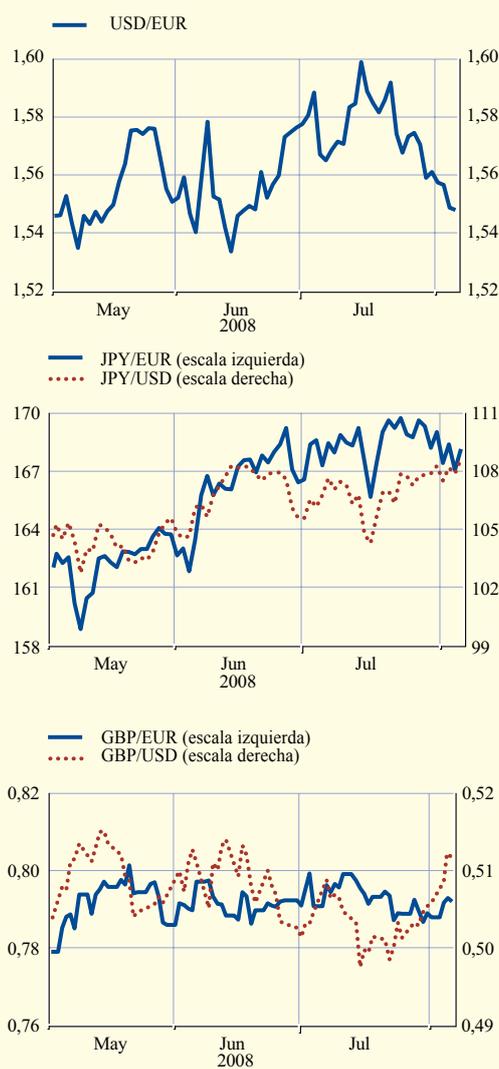
Tras un período de estabilidad general en mayo y principios de junio, el euro se apreció frente al yen japonés durante la mayor parte de junio y julio, como consecuencia, en cierta medida, del deterioro de las perspectivas económicas en Japón en un entorno de incertidumbre en los mercados. Luego, a principios de agosto, la moneda única perdió parte del terreno ganado anteriormente frente al yen, lo que se tradujo en una apreciación del euro de un 3,4% en total entre finales de abril y el 6 de agosto. En esta fecha, el euro cotizaba a 168,16 yenes, es decir un 4,3% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 32). Las expectativas respecto a la futura volatilidad del tipo de cambio bilateral entre el yen japonés y el euro, a tenor de los indicadores basados en los precios de las opciones se sitúan ahora ligeramente por debajo de la media histórica.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de abril del 2008, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio

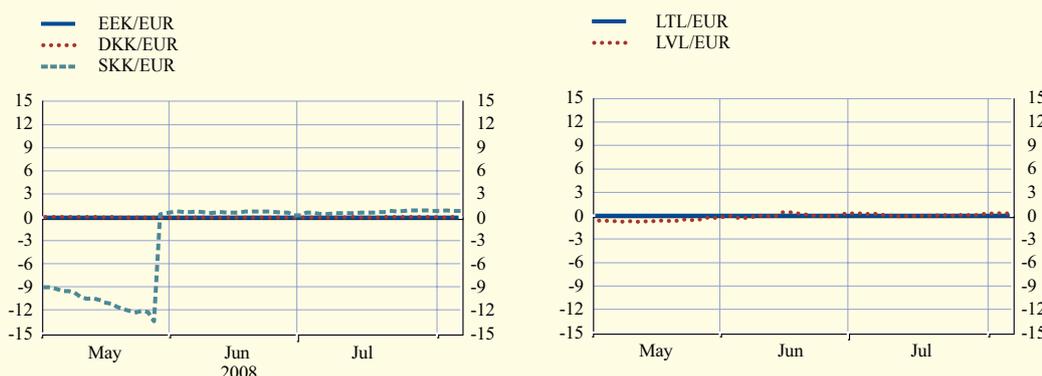
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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



Fuentes: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$. La paridad central de la corona eslovaca en el MTC II se revaluó en un $17,6472\%$ con efectos a partir del 29 de mayo de 2008.

paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 33). Tras la revaluación de su paridad central dentro del MTC II en un $17,6472\%$ con efectos a partir del 29 de mayo, la corona eslovaca cotizó de forma sistemática ligeramente por debajo de su nueva paridad central de 30,1260 coronas por euro, situándose, el 6 de agosto, un $0,8\%$ por debajo de esta paridad (véase recuadro 6). El lats letón se mantuvo prácticamente estable frente al euro en los seis primeros meses del 2008 y, el 6 de agosto, cotizaba en un nivel próximo a su paridad central.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de abril y el 6 de agosto de 2008, el euro se mantuvo en general estable frente a la libra esterlina, a pesar de cierta volatilidad a corto plazo. Durante el mismo período, el euro se depreció frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE: un $6,7\%$ frente al forint húngaro, un $6,1\%$ frente al zloty polaco, un $5,5\%$ frente al leu rumano y un $4,9\%$ frente a la corona checa.

Recuadro 6

INTRODUCCIÓN DEL EURO EN ESLOVAQUIA EL 1 DE ENERO DE 2009

A petición de las autoridades nacionales de Eslovaquia, solicitando una evaluación de los progresos realizados por dicho país en el cumplimiento de las disposiciones del Tratado de Maastricht relativas a la adopción del euro (apartado 2 del artículo 122), tanto el BCE como la Comisión Europea elaboraron los correspondientes Informes de Convergencia. Estos informes, en los que se examina si el país ha alcanzado un grado elevado de convergencia sostenible, se publicaron el 7 de mayo de 2008. Basándose en los resultados de esta evaluación, la Comisión Europea consideró que Eslovaquia ha cumplido los requisitos establecidos para la adopción de la moneda única. El 8 de julio de 2008, el Consejo de la UE adoptó una decisión por la que se autoriza la introducción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009.

El Consejo de la UE adoptó también un reglamento por el que se fija el tipo de conversión irrevocable de la corona eslovaca frente al euro. Este tipo de conversión, que quedó fijado en 30,1260 coronas por euro, corresponde a la actual paridad central en el mecanismo de tipos de cambio II (MTC II). El BCE respaldó la decisión de adoptar la actual paridad central como tipo de conversión para la introducción del euro. La corona eslovaca se incorporó al MTC II en noviembre del 2005. Sostenida por la mejora constante de los fundamentos económicos, a lo largo de su participación en el MTC II la moneda se revaluó dos veces frente al euro (un 8,5% en marzo del 2007 y un 17,6472% en mayo del 2008)¹. Una vez fijado ya el tipo de conversión, hasta el final del 2008 el BCE y el Národná banka Slovenska realizarán un seguimiento del tipo de cambio de mercado de la corona eslovaca frente al euro en el contexto del MTC II.

Con la introducción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009, la zona del euro comprenderá dieciséis Estados miembros de la UE. Eslovaquia compartirá los beneficios de la moneda única, que elimina la incertidumbre derivada de los tipos de cambio dentro de la Unión Económica y Monetaria y ofrece un marco de política monetaria creíble para el mantenimiento de la estabilidad de precios en un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo, total transparencia de los precios y costes, reducidos costes de transacción e información, y mayor resistencia a las perturbaciones económicas y financieras. A fin de que Eslovaquia pueda cosechar todos los beneficios que le reportará la introducción del euro, el Consejo de la UE ha animado al país a que adopte políticas fiscales prudentes y a que lleve a cabo reformas estructurales. El comunicado de la UE publicado en mayo del 2008 tras la revaluación de la corona eslovaca recoge con más detalle las recomendaciones formuladas a Eslovaquia². Al mismo tiempo, para aprovechar al máximo las ventajas del euro y permitir el funcionamiento eficiente de los mecanismos de ajuste en una zona del euro ampliada, la plena integración de Eslovaquia en la zona del euro requiere la eliminación de las barreras remanentes, incluidas las relativas a la movilidad laboral. En efecto, unos mercados abiertos, competitivos y flexibles son esenciales para el eficaz funcionamiento de la economía de la zona del euro y la buena gestión de la política monetaria única.

1 Para más información, véase el recuadro 11 titulado «La revaluación de la corona eslovaca en el MTC II», en el Boletín Mensual de junio del 2008.

2 Véase el recuadro citado en la nota 1.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de abril y el 6 de agosto de 2008, el euro se apreció un 3% frente al dólar canadiense, un 1,8% frente al dólar australiano y alrededor de un 1% frente al franco suizo y la corona sueca. Al mismo tiempo, se depreció un 2,4% frente al renminbi chino.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta mayo del 2008 registró un déficit de 5,8 mm de euros (0,1% del PIB), frente al superávit de 13 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes y un descenso del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas acumuladas por importe de 41,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2008, frente a las entradas netas de 207,8 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta contracción es atribuible, principalmente, al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera.

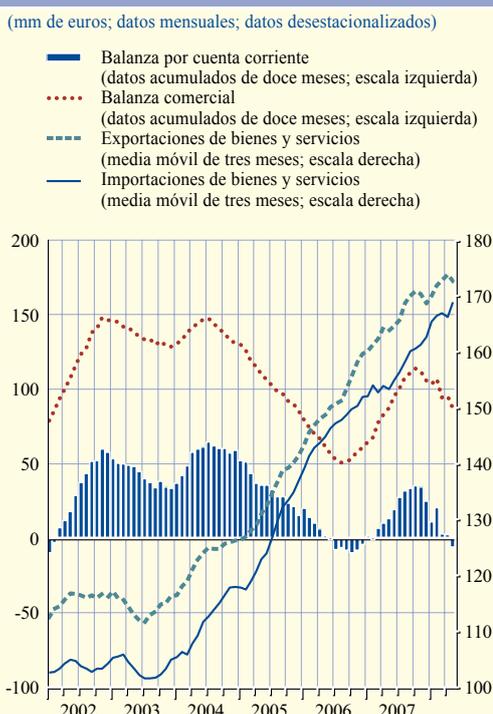
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit de 5,8 mm de euros en mayo del 2008, que equivale a un 0,1% del PIB. Este cambio de signo es atribuible, principalmente, a un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes y a una contracción del superávit de la balanza de bienes, que sólo se compensaron, en parte, con un aumento del superávit de la balanza de servicios (véase gráfico 34).

El déficit de la balanza de transferencias corrientes (93,1 mm de euros) tuvo su origen en una tendencia persistente, que refleja, en gran medida, déficit frente a las instituciones de la UE y los países que no pertenecen ni al G-10 ni a la Unión Europea, situación que, en gran medida, ha venido determinada por las salidas de asistencia externa y de remesas de los trabajadores. Por el contrario, el descenso del superávit de la balanza de bienes es un fenómeno más reciente, que se inició en octubre del 2007. El moderado crecimiento de las exportaciones, combinado con el incremento de los precios de importación, es uno de los factores negativos que más han afectado al comercio de bienes. Por consiguiente, los datos más recientes sobre la balanza de pagos muestran, en cifras desestacionalizadas, una caída de las exportaciones nominales de bienes del 3,4% en mayo del 2008 con respecto al mes anterior, acompañada de un incremento de las importaciones nominales de bienes del 4,5% (véase cuadro 8). La desaceleración del crecimiento de las exportaciones de bienes que tuvo lugar en mayo afectó, en particular, a las exportaciones destinadas a Estados Unidos y a las economías emergentes de Asia, y se produjo en un contexto de crecimiento más débil de la demanda exterior.

Si bien los precios de exportación de la zona del euro han ido aumentando de forma moderada, los acusados incrementos tanto del petróleo como de las materias primas distintas del petróleo parecen haber sido el principal factor determinante del crecimiento de las importaciones en términos nominales (véase gráfico 35). Esta evolución de los precios se refleja también en los indicios que revela la desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta abril del

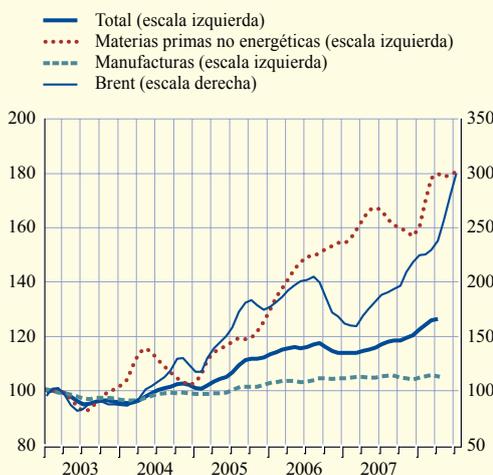
Gráfico 34 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro



Fuente: BCE.

Gráfico 35 Precios de las importaciones de algunas materias primas procedentes de fuera de la zona del euro

(Índice: 1 2003=100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a abril del 2008, excepto en el caso del Brent y de las materias primas no energéticas (julio del 2008).

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2008		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008 Abr	2008 May	2007 Ago	2007 Nov	2008 Feb	2008 May	2007 May	2008 May
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	1,5	-7,3	5,0	1,4	-2,2	-6,1	13,0	-5,8
Bienes	7,1	-3,3	6,3	4,6	0,6	0,3	43,1	35,4
Exportaciones	135,7	131,1	127,4	128,6	130,1	131,5	1.444,9	1.552,6
Importaciones	128,6	134,4	121,0	124,0	129,5	131,2	1.401,8	1.517,2
Servicios	3,6	2,7	4,2	4,6	4,9	3,5	44,1	51,5
Exportaciones	41,4	41,0	41,4	41,8	41,8	41,1	458,4	498,5
Importaciones	37,8	38,3	37,2	37,2	36,9	37,6	414,3	447,0
Rentas	-2,1	-0,8	0,9	0,6	0,2	-1,5	5,6	0,5
Transferencias corrientes	-7,2	-5,9	-6,5	-8,3	-7,8	-8,4	-79,8	-93,1
Cuenta financiera¹⁾	18,2	44,2	35,2	-15,1	-12,5	22,4	98,5	89,6
Total inversiones directas y de cartera netas	-26,2	12,6	23,5	1,1	-25,7	-12,8	207,8	-41,7
Inversiones directas netas	-22,4	-10,4	-8,9	1,2	-41,2	-21,1	-158,6	-209,8
Inversiones de cartera netas	-3,7	23,0	32,3	-0,1	15,5	8,3	366,4	168,1
Acciones y participaciones	-22,4	7,2	29,4	-6,9	21,6	-0,9	228,0	129,9
Valores distintos de acciones	18,7	15,9	2,9	6,7	-6,2	9,2	138,4	38,2
Bonos y obligaciones	1,8	36,5	3,0	8,5	13,8	14,7	191,5	119,7
Instrumentos del mercado monetario	16,9	-20,6	-0,1	-1,8	-19,9	-5,4	-53,1	-81,5
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	4,9	-2,8	3,0	0,9	0,9	0,5	11,0	7,8
Importaciones	-0,6	3,8	3,2	1,9	3,2	1,5	9,9	8,2
Bienes								
Exportaciones	6,2	-3,4	3,3	0,9	1,2	1,1	12,0	7,5
Importaciones	-1,5	4,5	3,3	2,4	4,5	1,3	10,3	8,2
Servicios								
Exportaciones	0,9	-1,0	2,2	1,0	-0,1	-1,5	8,2	8,7
Importaciones	2,5	1,3	2,9	0,1	-1,0	2,0	8,7	7,9

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.

2008, que apunta a un incremento constante de los precios de importación desde abril del 2007, mientras que las importaciones en términos reales se han mantenido bastante estables.

Por lo que respecta a los servicios, que representan alrededor del 20% del comercio total de la zona del euro y son de naturaleza especialmente volátil, las exportaciones se redujeron un 1,5% en el período de tres meses transcurrido hasta mayo del 2008, mientras que las importaciones aumentaron un 2%. Como resultado, durante el mismo período, el superávit de la balanza de servicios de la zona del euro fue de 3,5 mm de euros, frente a los 4,9 mm de euros registrado en el período de tres meses anterior. No obstante, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios se incrementó hasta alcanzar la cifra de 51,5 mm de euros, desde los 44,1 mm de euros contabilizados un año antes.

Por último, debido sobre todo al aumento de los pagos en concepto de rentas a los no residentes en la zona del euro se produjo un deterioro de la balanza de rentas, que registró un déficit de 1,5 mm de euros en el período de tres meses que finalizó en mayo, frente a un superávit de 0,2 mm de euros en el período de tres meses anterior. En cifras acumuladas de doce meses, el deterioro de la balanza de rentas fue de 5,1 mm de euros (desde los 5,6 mm de euros registrados en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2007 hasta los 0,5 mm de euros contabilizados en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2008).

CUENTA FINANCIERA

Los datos más recientes sobre la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro sugieren que la capacidad de respuesta de la inversión mundial frente a la evolución de los diferenciales de rendimiento en algunos segmentos clave del mercado de carteras sigue siendo limitada tras un período prolongado de preocupación con respecto al crédito y de aumento de la aversión al riesgo entre los inversores como consecuencia de las turbulencias financieras (véase recuadro 7 sobre el impacto de dichas turbulencias en los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro). En los tres meses transcurridos hasta mayo del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 12,8 mm de euros, frente a las salidas netas de 25,7 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses que finalizó en febrero del 2008 (véase cuadro 8).

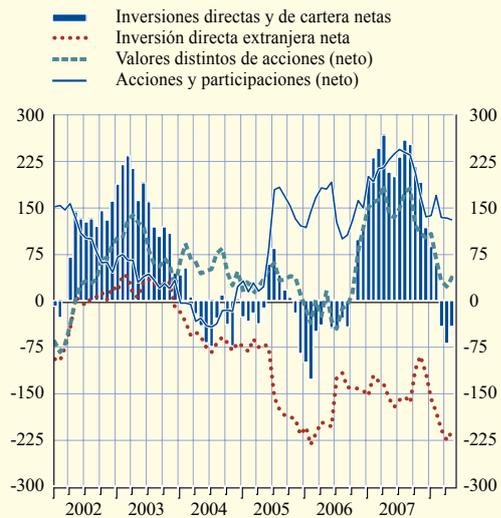
Por lo que respecta a las inversiones de cartera, las entradas netas en los tres meses transcurridos hasta mayo descendieron 7,2 mm de euros en comparación con el período de tres meses anterior. Este descenso tuvo su origen, principalmente, en la evolución de los flujos de valores de renta variable. Los residentes en la zona del euro siguieron reduciendo sus inversiones en valores de renta variable en el exterior, manteniendo así la tendencia iniciada en enero del 2008. Al mismo tiempo, se observó una contracción de las entradas de inversión extranjera en este tipo de valores en la zona del euro que, no obstante, siguieron siendo positivas, como sugerirían los favorables diferenciales de rendimiento de la renta variable entre la zona del euro y Estados Unidos. Como resultado, en los tres meses transcurridos hasta mayo, las acciones y otras participaciones registraron salidas netas por importe de 0,9 mm de euros, frente a las entradas netas de 21,6 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses precedente. En el período transcurrido hasta mayo, en consonancia con la evolución de los diferenciales de rendimiento de los bonos internacionales, la zona del euro registró entradas netas de bonos y obligaciones por importe de 14,7 mm de euros, un valor bastante similar al registrado en el período de tres meses precedente. El origen de estas entradas está en un incremento de la inversión extranjera en la zona del euro, que se contrarrestó, en parte, con un aumento de las inversiones de los residentes de la zona en bonos y obligaciones extranjeros. Por último, las salidas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro, por importe de 5,4 mm de euros, frente a los 19,9 mm de euros contabilizados en el período de tres meses que finalizó en febrero, estuvieron determinadas, en gran medida, por una contracción de la inversión en instrumentos extranjeros por parte de los residentes en la zona del euro.

Asimismo, la cuenta financiera se vio afectada significativamente por la caída de las salidas netas de inversiones directas. En los tres meses transcurridos hasta el final de mayo del 2008, las salidas netas ascendieron a un total de 21,1 mm de euros, frente a los 41,2 mm de euros contabilizados en el período de tres meses precedente. Esta evolución tuvo su origen en dos efectos compensatorios, a saber, las repatriaciones de capital por parte de residentes extranjeros (principalmente, de acciones y otras participaciones y préstamos entre empresas relacionadas) y una contracción de las inversiones de la zona del euro en el exterior. Si bien las primeras podrían atribuirse a efectos de valoración, la segunda podría reflejar un cierto deterioro de las perspectivas de las empresas multinacionales radicadas en la zona del euro, cuyas cotizaciones en los mercados bursátiles registraron una acusada caída en los últimos meses tras haber aumentado de forma constante en los últimos años.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas totales por importe de 41,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2008, lo que representa un notable descenso en comparación con las entradas netas de

Gráfico 36 Agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

207,8 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 36). Este descenso tuvo, en gran medida, su origen en la caída de las entradas netas de inversiones de cartera, que, a su vez, refleja un descenso de las compras netas tanto de acciones y participaciones como de instrumentos de deuda de la zona del euro por parte de no residentes. Al mismo tiempo, las salidas netas de inversiones directas se incrementaron en comparación con la cifra registrada un año antes, de modo que, en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2008, se contabilizaron salidas netas acumuladas por importe de 209,8 mm de euros, un aumento con respecto a los 158,6 mm de euros contabilizados un año antes (véase también recuadro 7 sobre el impacto de las turbulencias financieras en los flujos financieros transfronterizos de la zona del euro).

La posición de inversión internacional neta de la zona del euro frente al resto del mundo registraba, a finales del primer trimestre del 2008, pasivos netos por importe de 1,3 billones de euros (14%

del PIB de la zona), lo que representa un descenso de los pasivos netos de 16 mm de euros en comparación con la cifra correspondiente a finales del cuarto trimestre del 2007.

Recuadro 7

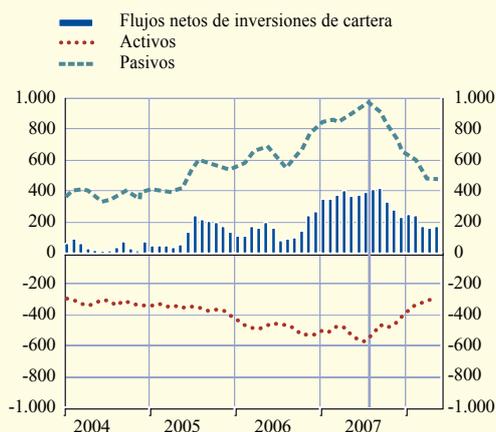
IMPACTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS EN LOS FLUJOS FINANCIEROS TRANSFRONTERIZOS DE LA ZONA DEL EURO

Las turbulencias financieras que se iniciaron a principios de agosto del 2007 como resultado de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos, han creado incertidumbre en los mercados financieros y han reducido la liquidez en los principales segmentos del mercado. Durante el pasado año, la actividad económica mundial se ha visto empañada por la debilidad de la economía estadounidense, por las repercusiones internacionales de las turbulencias financieras y, cada vez más, por los elevados precios del petróleo y otras materias primas. Como consecuencia, las decisiones en la asignación de carteras a escala mundial han afectado a los flujos de cartera transfronterizos de la zona del euro. En el presente recuadro se sugiere que la repatriación de fondos de cartera, tanto por residentes en la zona del euro como por inversores extranjeros podría reflejar sencillamente un aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores, ya que las variables fundamentales de la economía de la zona del euro siguen siendo sólidas. Cabe señalar que la inversión directa extranjera de la zona, que está determinada por consideraciones de más largo plazo, no parece haberse visto especialmente afectada por las turbulencias financieras durante el pasado año.

Comenzado por la inversión de cartera, tanto las inversiones de la zona en el exterior (flujos de activos) como las inversiones extranjeras en la zona (flujos de pasivos) siguieron una tendencia alcista hasta enero del 2007 (véase gráfico A). La aparición de las turbulencias interrumpió esta tendencia.

Gráfico A Flujos de inversiones de cartera de la zona del euro

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

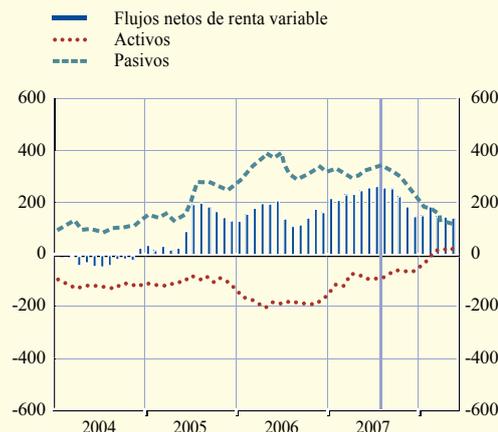


Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical representa el comienzo de las turbulencias financieras.

Gráfico B Flujos de cartera de renta variable de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical representa el comienzo de las turbulencias financieras.

Desde julio del 2007 hasta mayo del 2008, tanto los activos como los pasivos se redujeron en casi la mitad en cifras acumuladas de doce meses. De la misma manera, las entradas netas de inversiones de cartera se redujeron desde unos 390 mm de euros hasta alrededor de 170 mm de euros en mayo del 2008, debido a la caída de los flujos netos tanto de valores de renta variable como de bonos y obligaciones a largo plazo¹.

Concretamente, las turbulencias financieras han afectado notablemente a las entradas y a las salidas de valores, tanto de renta variable como de renta fija. Desde comienzos del 2008, los residentes en la zona del euro, en particular las IFM de la zona, han sido vendedores netos de activos de renta variable (véase gráfico B), debido a una combinación de varios factores, como las expectativas de que se produjera un descenso del rendimiento de los activos en términos de euros, un aumento de las necesidades de liquidez y una mayor aversión al riesgo². Las repatriaciones de fondos de renta variable por parte de residentes en la zona del euro desde Japón, Reino Unido y Suiza han sido especialmente cuantiosas, mientras que la inversión neta en Estados Unidos ha seguido fluyendo, aunque a muy pequeña escala. El descenso de los flujos de renta variable fue mayor en la columna de pasivos que en la de activos, pero la zona del euro sigue recibiendo una entrada neta.

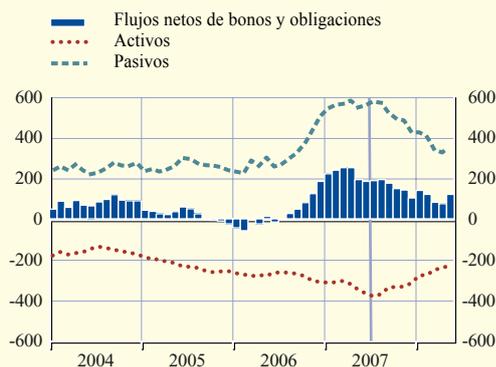
La reducción de las inversiones transfronterizas en instrumentos de renta fija a largo plazo (véase gráfico C) refleja la moderación de la actividad en los mercados internacionales de deuda, en los que la emisión de bonos y obligaciones fue escasa en un contexto de persistencia de las turbulencias financieras. Por el contrario, las salidas de instrumentos del mercado monetario registraron inicialmente una notable desaceleración, pero han repuntado en el 2008 (véase gráfico D). Concretamente,

1 Todos los flujos financieros transfronterizos que se analizan en este recuadro son datos acumulados de doce meses.

2 Véase también el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», en esta edición del Boletín Mensual, y R. A. De Santis, C. A. Favero y B. Roffia, «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», Working Paper n.º 926 del BCE, presentado en el seminario del BCE sobre «La dimensión externa del análisis monetario», Fráncfort del Meno, 12-13 de diciembre de 2007.

Gráfico C Flujos de bonos y obligaciones de la zona del euro

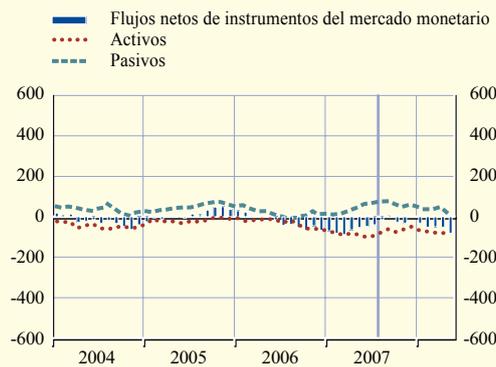
(mm de euros; datos mensuales; flujos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.
Nota: La línea vertical representa el comienzo de las turbulencias financieras.

Gráfico D Flujos de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro

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



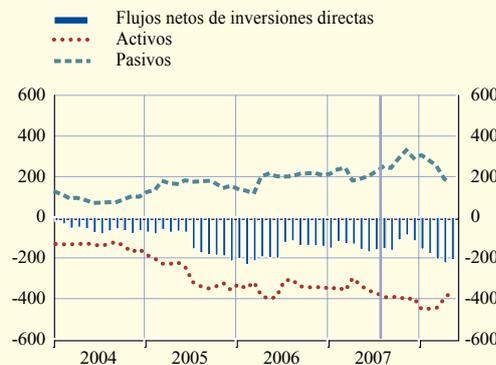
Fuente: BCE.
Nota: La línea vertical representa el comienzo de las turbulencias financieras.

la emisión neta de pagarés de empresa por instituciones financieras europeas se incrementó significativamente. Esta evolución es, en general, coherente con la observación de los mercados de que los inversores en pagarés de empresa podrían favorecer los activos denominados en euros, emitidos por instituciones financieras con calificaciones crediticias relativamente altas.

Por lo que se refiere a la inversión directa extranjera (IDE), desde el 2005 las salidas de capital provenientes de residentes en la zona del euro hacia el resto del mundo han sido considerablemente mayores que las entradas de IDE en la zona (véase gráfico E). Las turbulencias de los mercados financieros no modificaron esta tendencia y, hasta la fecha, no parecen haber afectado especialmente a la IDE de los residentes en la zona del euro. Por el contrario, desde el verano del 2007, esas inversiones han fluctuado entre 370 mm de euros y 460 mm de euros (en flujos acumulados de doce meses), habiéndose observado recientemente un descenso de los flujos de acciones y participaciones, al tiempo que han aumentado los otros flujos de capital (principalmente, los préstamos entre empresas relacionadas). Sin embargo, las entradas de IDE en la zona del euro, que se habían incrementado hasta finales del 2007, registraron una acusada caída en la primavera del 2008.

Gráfico E Flujos de inversiones directas de la zona del euro

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



Fuente: BCE.
Nota: La línea vertical representa el comienzo de las turbulencias financieras.

En conjunto, las turbulencias financieras que se iniciaron en agosto del 2007 han afectado de forma significativa a los flujos de cartera transfronterizos de la zona del euro. Al parecer, esta situación guarda relación, principalmente, con el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales

LA DIMENSIÓN EXTERNA DEL ANÁLISIS MONETARIO



El análisis monetario, que desempeña un papel destacado en la estrategia de política monetaria del BCE, ayuda a identificar las tendencias de la inflación a medio y a largo plazo y, por tanto, proporciona información relevante para la adopción de decisiones destinadas a mantener la estabilidad de precios. Al interpretar la evolución monetaria, es importante distinguir el «ruido» y otras influencias transitorias sobre los datos monetarios de las tendencias subyacentes que contienen información sobre los riesgos inflacionistas a medio y a largo plazo, tanto a escala mundial como interna.

Los últimos años se han caracterizado por una amplia liquidez monetaria global, que se ha utilizado a menudo para explicar los reducidos rendimientos y diferenciales crediticios y el repunte simultáneo de los precios de un amplio conjunto de activos, como las acciones, los bonos y las materias primas. El impacto de la liquidez monetaria global en las primas de riesgo internacional así como en los precios de las materias primas también repercute en el análisis económico interno, en concreto a través de sus efectos directos en la inflación esperada.

Además, como consecuencia de la evolución y la globalización financieras, también han aumentado los flujos de capital transfronterizos y las interrelaciones entre el dinero y los precios de los activos. Una interpretación de estos flujos de capital transfronterizos es que afectan a la velocidad del dinero, dificultando la identificación de la relación a largo plazo entre el crecimiento monetario y la evolución de los precios a escala interna. En cuanto a la zona del euro, la tendencia de los flujos de cartera transfronterizos ha mostrado una alta correlación con la evolución de M3. Por tanto, es importante que el marco analítico en el que se basa el análisis monetario del BCE tenga en cuenta las fuerzas que determinan la distribución de la cartera internacional con el fin de evaluar las tendencias monetarias subyacentes que señalan riesgos inflacionistas a medio y a largo plazo.

En este entorno, el análisis monetario podría mejorar aplicando dos métodos posibles. El primer método consiste en realizar un seguimiento de la liquidez monetaria global y estudiar su impacto en los precios de las materias primas y en los precios mundiales de los activos, así como su influencia en la inflación interna. El segundo método se basa en evaluar la evolución monetaria interna controlando los efectos de los flujos de capital y de los precios internacionales de los activos, con el fin de obtener las tendencias monetarias subyacentes. En este artículo se analizan estos métodos y se argumenta que es importante situar la demanda de dinero en el contexto de los flujos de cartera y de los precios internacionales de los activos para explicar la dinámica de M3 de la zona del euro y medir el exceso de liquidez que puede plantear riesgos para la estabilidad de precios.

I INTRODUCCIÓN

El objetivo primordial del BCE es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro a medio y a largo plazo. Tanto la literatura teórica como la empírica reconocen ampliamente que la evolución monetaria contiene información importante y útil para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios con dicho horizonte temporal, ya que el saldo monetario y el nivel de los precios están estrechamente relacionados en el largo plazo. De acuerdo con ello, el BCE ha atribuido un papel destacado al dinero en su estrategia de política monetaria, utilizándose el

análisis monetario, con una perspectiva a medio y a largo plazo, para contrastar la valoración de los riesgos a corto y a medio plazo para la estabilidad de precios derivada del análisis económico.

En la práctica, es frecuente que la evolución monetaria a corto y a medio plazo se vea afectada por perturbaciones, las cuales dificultan la identificación de la relación entre la evolución monetaria y la inflación. Como consecuencia, el marco analítico en el que se sustenta el análisis monetario tiene que filtrar el «ruido» y otras influencias transitorias sobre los datos monetarios, con el fin de obtener las

tendencias subyacentes que contienen información relevante en relación con los riesgos inflacionistas a medio y a largo plazo. A este respecto, diversos estudios han confirmado que existe una fuerte relación entre el crecimiento monetario y la inflación en frecuencias bajas¹. En otras palabras, la relación entre el dinero y los precios es más intensa entre evoluciones tendenciales que en frecuencias influidas por fluctuaciones del ciclo económico.

Los últimos años se han caracterizado por una amplia liquidez global, que se ha utilizado a menudo para explicar los reducidos rendimientos y diferenciales crediticios y el repunte simultáneo de los precios de un extenso conjunto de activos, como las acciones, los bonos y las materias primas. La última década también ha estado marcada por la globalización financiera y los flujos internacionales de capital, que han afectado a la velocidad del dinero.

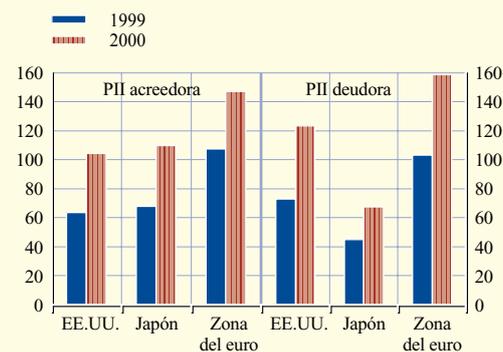
La evolución de los flujos de capital transfronterizos, de los precios internacionales de los activos y de la liquidez global ha dificultado el análisis monetario. En este contexto, en la sección 2 se analizan con mayor profundidad el fenómeno de la globalización financiera y la forma en que se pueden tener en cuenta algunos de sus efectos desde la perspectiva del análisis monetario. En la sección 3 se ilustran el fenómeno de la liquidez monetaria global y sus repercusiones sobre la economía. En la sección 4 se describen las relaciones entre los flujos internacionales de capital, los precios de los activos y la evolución del agregado monetario amplio M3 de la zona del euro, y cómo la modelización de estas interconexiones puede ayudar a interpretar la evolución monetaria de la zona del euro. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

La economía de la zona del euro está relativamente abierta a influencias internacionales, especialmente si se compara con Estados Unidos y Japón. En el 2006, el valor conjunto de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro ascendió a alrededor del 42% del producto interior bruto (PIB), en comparación con el 28% y el 32%

Gráfico 1 Posiciones de inversión internacional acreedoras y deudoras en los países del G-3

(en relación con el PIB nominal)



Fuente: FMI.

de Estados Unidos y Japón, aproximada y respectivamente. Asimismo, la zona del euro representó el 18% del valor de las exportaciones mundiales, en comparación con el 12%, aproximadamente, de Estados Unidos y el 6% de Japón.

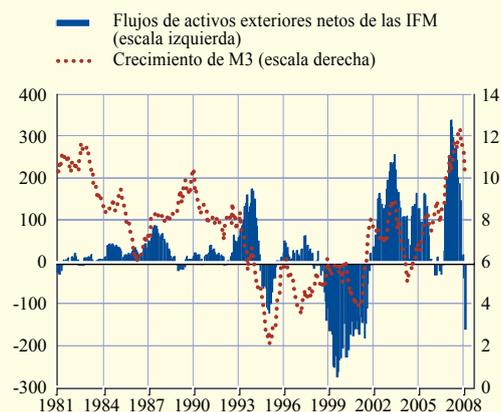
Desde el punto de vista financiero, las ratios medias de las posiciones de inversión internacional acreedora y deudora en relación con el PIB, que son una medida de la apertura financiera utilizada frecuentemente, superaron el 150% en el 2006 en la zona del euro (debido también a las operaciones bilaterales con el Reino Unido), en comparación con unos niveles aproximados del 115% en Estados Unidos y del 90% en Japón (véase gráfico 1). Además, esta ratio ha ido aumentando de forma considerable en los últimos años.

La evolución de las posiciones de inversión internacional refleja la expansión de las inversiones directas y de cartera transfronterizas. El actual proceso de globalización financiera, desencadenado por la desregulación financiera, la innovación y el cambio tecnológico, ha generado más posibilidades para diversificar los riesgos financieros a escala

¹ Véanse, por ejemplo, K. Assenmacher-Wesche y S. Gerlach (2007), «Money at low frequencies», *Journal of the European Economic Association*, vol. 5(2-3), pp. 534-542; y P. Kugler y S. Kaufmann (2005), «Does money matter for inflation in the euro area?», *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, n.º 103.

Gráfico 2 Activos exteriores netos de las IFM y crecimiento de M3 en la zona del euro

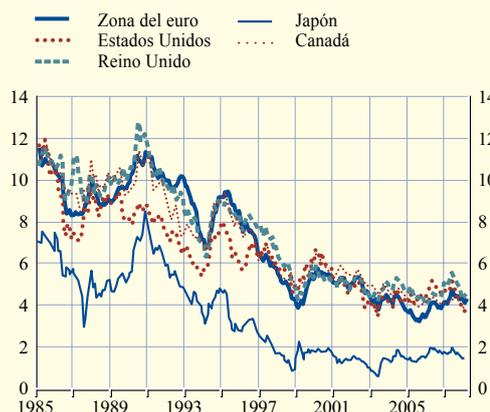
(flujos interanuales en mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 3 Tipos de interés a largo plazo en los países del G-5

(en porcentaje)



Fuentes: BPI, BCE, cálculos del BCE, FMI.

mundial mediante la tenencia de activos exteriores en las carteras de inversiones, lo cual afecta a todos los aspectos del sistema financiero, incluidos los mercados, las infraestructuras y las instituciones. De igual modo, las operaciones internacionales de fusión y adquisición realizadas por las sociedades no financieras, que han sido un motor fundamental de la inversión directa extranjera, han aumentado de manera exponencial, ya que las empresas aspiran a alcanzar una dimensión mundial.

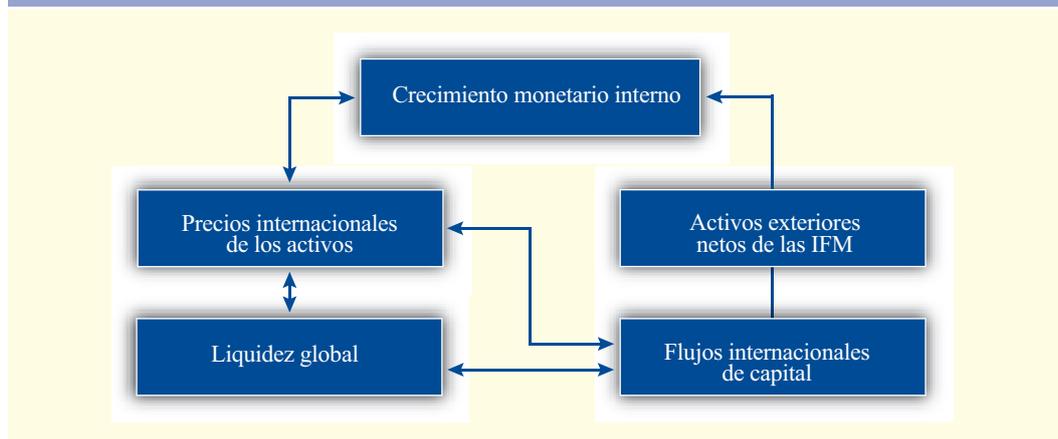
La globalización financiera crea oportunidades para compartir mejor los riesgos entre países pero, al mismo tiempo, también ha incrementado la exposición de las economías nacionales frente a los acontecimientos que se producen en el resto del mundo a través de los efectos riqueza y de los flujos internacionales de capital. A medida que aumenta la integración financiera, las decisiones sobre la distribución de carteras están cada vez más determinadas por la evolución de los rendimientos relativos esperados a escala mundial. Si las expectativas de rendimientos favorecen a una determinada área económica, los flujos de capital transfronterizos se desplazarán hacia dicha región. Una consecuencia probable de esos flujos será que incidirán en la evolución monetaria a través de la posición acreedora neta frente al exterior del sector bancario (es decir, las operaciones netas del

sector tenedor de dinero con contrapartes en el resto del mundo). Los flujos de capital transfronterizos pueden modificar el volumen de fondos disponibles para los inversores en una economía, influyendo así en la velocidad del dinero y complicando la relación entre el crecimiento monetario y la evolución de los precios a escala interna.

La evidencia relativa a la zona del euro muestra que los activos exteriores netos de las IFM han sido, al menos en términos contables, un importante factor determinante de la evolución monetaria de la zona del euro en la última década. Mientras que los flujos de activos exteriores netos de las IFM se mantuvieron en niveles moderados en la década de los ochenta y a principios de los años noventa, en los últimos siete años se ha detectado un alto grado de correlación entre los flujos interanuales de activos exteriores netos de las IFM y el crecimiento interanual de M3 (véase gráfico 2), aunque con excepciones en el 2005, a finales del 2007 y a principios del 2008. En el recuadro 1 se explican con más detalle las relaciones entre los flujos internacionales de capital, los activos exteriores netos de las IFM y el crecimiento de M3 en la zona del euro.

La apertura general de las economías a los mercados financieros internacionales y la innovación financiera (como el desarrollo de los mercados de

Gráfico 4 La dimensión externa del análisis monetario



transmisión del riesgo de crédito y las titulaciones) han influido también en la evolución de los precios de los activos, como los tipos de interés a largo plazo, que han convergido en niveles muy bajos, especialmente desde el año 2000 (véase gráfico 3). En los últimos años, los tipos de interés a corto plazo también se han situado en niveles inusualmente reducidos, en términos históricos, estimulando así el crecimiento de la liquidez monetaria global (es decir, la suma de dinero para transacciones y los instrumentos a corto plazo a escala mundial).

Además, el intenso crecimiento de la liquidez monetaria global puede haber fomentado las subidas de los precios internacionales de los activos y, de forma más general, haber presionado a la baja los rendimientos de algunas categorías de activos. En un contexto de rápida expansión de la liquidez, los precios de los activos pueden dispararse, generando ciclos alcistas y bajistas potencialmente costosos, una ineficiente asignación de los recursos y presiones sobre la evolución de los precios².

En el gráfico 4 se ilustran todos estos mecanismos, que en última instancia afectan al crecimiento monetario interno. En este contexto, se pueden contemplar dos métodos posibles para explicar la dimensión externa del análisis monetario. El primer método consiste en realizar un seguimiento de la liquidez monetaria global y estudiar su impacto en los precios de las materias primas, de las accio-

nes y de los bonos (es decir, los precios internacionales de los activos), así como su influencia en la inflación interna. La forma más fácil de demostrar el principio básico en el que se sustenta la política monetaria —a saber, la tesis de Milton Friedman de que «... a largo plazo, la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario»— es analizar la liquidez a escala mundial, donde los flujos de capital transfronterizos que pueden distorsionar la evolución monetaria a nivel nacional se incluyen dentro de un agregado global. Partiendo de esta base, se puede hacer un seguimiento de cómo puede influir la liquidez global en las perspectivas de estabilidad interna de los precios a través de sus efectos en los precios de los activos y de las materias primas en los mercados internacionales.

El segundo método implica profundizar en la evaluación de la evolución monetaria interna controlando los efectos de los flujos de capital y de los precios internacionales de los activos, con el fin de obtener las tendencias monetarias internas subyacentes y las señales correspondientes sobre la evolución de los precios.

Estos dos métodos no son mutuamente excluyentes, sino que, al contrario, están interrelacionados. En las dos secciones siguientes se comentan varios aspectos relacionados con cada uno de ellos.

² Véase, por ejemplo, R. Adalid y C. Detken (2007), «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», Working Paper Series n.º 732, BCE.

Recuadro I

PRESENTACIÓN MONETARIA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

Desde una perspectiva estadística, la influencia internacional sobre la evolución monetaria de la zona del euro se refleja en las contrapartidas del agregado amplio M3 a través de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM, que mide todas las transacciones del sector tenedor de dinero (es decir, hogares, sociedades no financieras, intermediarios financieros distintos de IFM y Administraciones Públicas) con entidades de contrapartida no pertenecientes a la zona del euro, en la medida en que se liquiden a través de bancos residentes¹.

En el caso de la zona del euro, estos flujos financieros (es decir, inversiones de cartera en valores de renta variable y de renta fija, e inversiones directas) también se contabilizan en la llamada «presentación monetaria de la balanza de pagos», que establece un nexo entre la balanza de pagos y las variaciones de los activos exteriores netos de las IFM². La balanza de pagos es una identidad que siempre suma cero. Por ejemplo, suponiendo que la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital, más los errores y omisiones sea igual a cero, un saldo negativo de las transacciones financieras del sector de instituciones distintas de IFM (es decir, las salidas netas atribuibles a desinversiones directas y de cartera de dicho sector) ha de corresponderse exactamente con un saldo positivo de las transacciones financieras del sector de IFM, lo que implica un descenso de los flujos de activos exteriores netos del sector de IFM (véase cuadro A). Ceteris paribus, dicho descenso da lugar a una reducción de M3 (véase cuadro B).

Un ejemplo de la forma en que se contabilizan estas transacciones puede ayudar a entender la influencia en la evolución monetaria. Si un residente distinto de una IFM (por ejemplo, un hogar) de la zona del euro compra un bono emitido por un no residente (por ejemplo, una empresa estadounidense) y la operación se liquida a través de una IFM de la zona, la transacción conlleva salidas netas de bonos en la balanza de pagos y una disminución de los activos exteriores netos del sector de IFM, ya que la entidad de crédito de la zona del euro encargada reduce sus depósitos en la entidad de contrapartida de Estados Unidos. El que ello afecte o no al agregado M3 de la zona del euro depende de la forma en que el hogar en cuestión financie la compra del bono frente a su banco residente. Si se financia mediante una reducción de los depósitos que el hogar mantiene en su entidad de crédito de la zona del euro, la operación tendrá un impacto a la baja sobre M3. Por el contrario, si se financia

1 Sólo las transacciones entre tenedores de dinero, por una parte, y bancos y no residentes, por la otra, afectan directamente a la masa monetaria. Cualquier transacción entre instituciones distintas de IFM de la zona del euro entrañaría únicamente circulación de dinero dentro del sector tenedor de dinero, pero no afectaría a la masa monetaria total de la zona. Es lo que ocurriría, por ejemplo, si las transacciones privadas se financiaran mediante un intercambio de acciones.

2 Véase también el recuadro titulado «Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2003.

Cuadro A Presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro

(flujos)

	Cuenta corriente
+	Cuenta de capital
+	Saldo de transacciones financieras del sector no IFM
+	Errores y omisiones
=	Balanza de pagos del sector no IFM
=	- Balanza de pagos del sector IFM
=	Variación de los activos exteriores netos del sector IFM

Cuadro B Identidad contable del balance de las IFM de la zona del euro

(saldos)

	M3
=	Crédito a residentes en la zona del euro
+	Activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro
-	Pasivos financieros a más largo plazo
+	Otras contrapartidas

mediante un préstamo de una IFM al hogar, en conjunto, la operación no afectará a M3, sino sólo a la composición de las contrapartidas de este agregado.

Utilizando el mismo razonamiento, si, por ejemplo, un no residente compra un bono a un hogar de la zona del euro y la transacción se liquida a través de una IFM de la zona, ello conlleva entradas netas de bonos y un incremento de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM, ya que se reducirá el saldo de la cuenta bancaria del no residente en la IFM de la zona (que representa un pasivo exterior de la entidad de crédito). Si los fondos obtenidos mediante la venta del instrumento de deuda se depositan en la cuenta bancaria del hogar de la zona del euro (que se incluye en la masa monetaria), aumentará el saldo total de M3.

El uso de la presentación monetaria de la balanza de pagos en el contexto del análisis monetario puede permitir, en primer lugar, establecer un nexo entre la evolución de los activos exteriores netos de las IFM y las transacciones con diferentes clases de activos (como valores de renta fija, valores de renta variable, etc.) y, en segundo lugar, diferenciar entre las transacciones realizadas por inversores residentes y no residentes en la zona del euro. Al mismo tiempo, permite hacerse una idea de las dimensiones del fenómeno por el que los flujos de cartera pueden tener un impacto en la liquidez interna.

3 LA LIQUIDEZ MONETARIA GLOBAL: ASPECTOS, EVOLUCIÓN Y REPERCUSIONES SOBRE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS Y DE CONSUMO

La liquidez monetaria permite a los agentes económicos liquidar sus operaciones con dinero. En principio, se podría medir la liquidez monetaria por la cantidad de dinero que poseen dichos agentes. De manera más general, la liquidez monetaria se define en términos cuantitativos en función de agregados monetarios y financieros, como M3, que incluye el efectivo y los depósitos bancarios mantenidos para transacciones así como una variedad de instrumentos de ahorro a corto plazo. Un entorno de elevada liquidez monetaria podría afectar a los precios de consumo, si el dinero se gasta en bienes y servicios, y, si se invierte, al patrón de asunción de riesgos de los participantes en el mercado al alterar temporalmente la valoración de los riesgos, lo cual se traduce en una acumulación de desequilibrios financieros y, por tanto, en un aumento de la probabilidad de un ciclo alcista y bajista en los mercados financieros. Cuando se examinan las principales áreas monetarias se observa un fuerte crecimiento monetario en cada una de ellas, salvo en Japón, desde finales del siglo pasado y principios del actual (véase gráfico 5),

tras el prolongado período de reducidos tipos de interés a corto y a largo plazo.

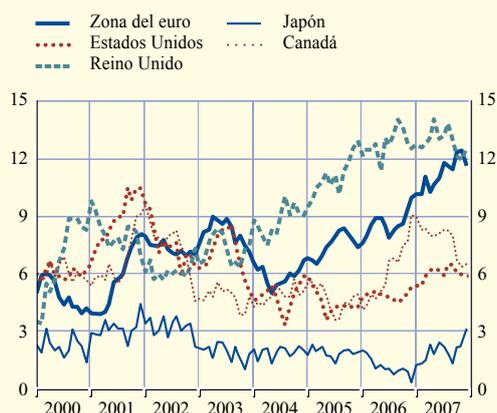
Sin embargo, al construir una medida de la liquidez monetaria global, hay que tener en cuenta diversas cuestiones³. En primer lugar, pueden utilizarse diferentes medidas del dinero. Por una parte, los agregados monetarios estrechos, que incluyen los billetes y monedas, y los depósitos de elevada liquidez, como los depósitos a un día, son más homogéneos entre economías, aunque en ocasiones pueden ser volátiles. Por otra parte, los agregados monetarios amplios son menos volátiles, ya que incluyen depósitos menos líquidos e instrumentos negociables y, por tanto, experimentan importantes procesos de sustitución interna entre los distintos activos monetarios. Sin embargo, son menos homogéneos entre países y, por consiguiente, es menos fácil interpretarlos.

En segundo lugar, por lo que respecta a los métodos de agregación, debe elegirse una denominación en una moneda común. En teoría, la utilidad

³ Para más información sobre estos aspectos, véase también el recuadro titulado «Tendencias mundiales de los agregados monetarios: algunas cuestiones conceptuales», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

Gráfico 5 Crecimiento del agregado monetario amplio en los países del G-5

(tasas de variación interanual)

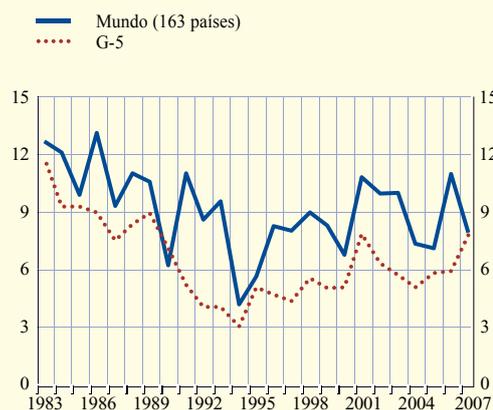


Fuentes: BPI, BCE, cálculos del BCE.

Nota: Los agregados monetarios amplios utilizados para calcular la medida global del dinero son: M3 para la zona del euro, M2 para Estados Unidos, M2+CD para Japón, M4 para el Reino Unido y M2+ para Canadá.

Gráfico 6 Crecimiento del agregado monetario amplio en los países del G-5 y en el mundo

(tasas de variación interanual)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI.

Nota: Las medidas del agregado monetario se convierten utilizando las paridades del poder adquisitivo.

de la medida de la liquidez global depende del régimen cambiario adoptado por los países contribuyentes. Más concretamente, es más probable que se encuentre una relación entre las medidas globales del dinero y los precios en países que se han caracterizado históricamente, y continúan caracterizándose en la actualidad, por un régimen de tipo de cambio fijo. En cuanto a los procedimientos de agregación, también cobra importancia la cuestión de si deben utilizarse los tipos de cambio de mercado o las paridades del poder adquisitivo (es decir, los tipos de cambio que igualan el poder adquisitivo de diferentes monedas, dados los precios de los bienes y servicios en las economías correspondientes)⁴. El uso de las paridades del poder adquisitivo ayuda a reducir el impacto del tipo de cambio en la evolución del agregado monetario y, por consiguiente, la medida de liquidez asociada resulta menos volátil. Sin embargo, el inconveniente es que, con el tiempo, tiende a sobreestimar el peso de las economías en rápido crecimiento.

En tercer lugar, la cobertura geográfica puede variar en función de que se consideren sólo los principales países industrializados, o también las economías de mercados emergentes. La inclusión de la liquidez de los mercados emergentes en rápido

crecimiento en la medida global ayuda a evaluar la evolución reciente de los precios de los activos y de las materias primas. Sin embargo, la adopción de una cobertura geográfica tan amplia limita el sentido de las series temporales desde una perspectiva histórica, dado que para algunos mercados emergentes se carece de largas series de datos, y, por tanto, también la comparación a lo largo del tiempo de las medidas de liquidez global correspondientes.

Una medida global que incluya a los principales países industrializados es un posible compromiso para medir la situación de liquidez a escala mundial. De hecho, si se compara una medida del crecimiento monetario global para las cinco grandes economías industrializadas (Estados Unidos, la zona del euro, Japón, Reino Unido y Canadá, en adelante el G-5) con una medida similar correspondiente a 163 países representativos del mundo (véase gráfico 6) se observa que el patrón a largo plazo es parecido, en términos generales. Más concretamente, el saldo total del agregado monetario

4 Véase también el recuadro titulado «Medición del crecimiento mundial: ¿son importantes las ponderaciones?», en el Boletín Mensual de junio del 2006.

amplio aumentó rápidamente a finales de la década de los ochenta, antes de experimentar una desaceleración bastante acusada, con un período de volatilidad más elevada a mediados de los años noventa. Desde entonces, el crecimiento de la liquidez global se ha intensificado de forma continua.

Otro aspecto que debe señalarse es que, por definición, estos agregados monetarios sólo incluyen las tenencias de liquidez de los sectores tenedores de dinero residentes de cada país. Por tanto, el «dinero caliente» transfronterizo (como los depósitos, el efectivo, etc.), que probablemente refleja más las operaciones de arbitraje a corto plazo especulativas y puede resultar útil para el análisis de la evolución de los precios mundiales de los activos, no se incluye en las medidas globales consideradas anteriormente, ya que para cada agregado interno dicho dinero caliente se clasifica como tenencias en poder de no residentes.

Todas estas cuestiones de medición y el hecho de que todavía no se haya identificado una sola medida de la liquidez global han contenido el desarrollo de la literatura sobre este tema. Por tanto, permanece la difícil tarea de evaluar el impacto del dinero global en los precios de las materias primas y de los activos, así como su influencia en la inflación interna.

Desde el punto de vista del banco central, la cuestión clave consiste en entender cómo puede influir la liquidez global en última instancia en la estabilidad de los precios internos. Concretamente, es importante entender los canales a través de los cuales la liquidez global puede incidir en la evolución de los precios en un país, por ejemplo, repercutiendo en los precios internacionales de las materias primas, en las primas de riesgo y por plazo de vencimiento en los mercados internacionales de activos, y en la evolución monetaria interna.

A largo plazo, con un régimen cambiario flexible, los efectos de la liquidez global en la inflación interna pueden contrarrestarse mediante una política monetaria interna activa. Como señaló Woodford (2007), los acontecimientos mundiales podrían incidir en la inflación interna a más corto plazo, pero

no deberían «afectar de forma sustancial a la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación interna a través de la política monetaria nacional [...]. Conviene que se atribuya a los bancos centrales la responsabilidad de estabilizar un índice de precios internos adecuadamente elegido, a pesar de los continuos cambios que experimente la economía real, ya sean de origen interno o externo»⁵.

A más corto plazo, la liquidez global puede afectar a los precios de los activos y, por tanto, de manera indirecta, a las condiciones internas, a través de los efectos riqueza y de los flujos internacionales de capital. Además, la liquidez global puede repercutir en los precios internacionales de las materias primas, y los precios de estas materias primas —utilizadas como bienes intermedios en los procesos de producción— pueden incidir en los precios internos de algunos productos, influyendo así en la relación real de intercambio.

El hecho de que la evolución de la relación de intercambio ejerza una presión positiva o negativa sobre la inflación agregada a corto plazo dependerá de su efecto neto sobre la oferta y la demanda agregadas. Por una parte, para un nivel determinado de demanda agregada, una perturbación permanente y adversa en la relación de intercambio reduce el producto potencial, de forma que la brecha de producción positiva resultante presiona la inflación al alza. Por otra parte, un efecto negativo sobre la demanda agregada se materializará si una perturbación permanente en los precios de las materias primas repercute en la riqueza de las personas físicas a través de su impacto en las rentas actuales y futuras previstas. Para un crecimiento determinado del producto potencial, el efecto negativo sobre la riqueza generaría un exceso de oferta agregada, con la consiguiente presión a la baja sobre la inflación interna.

En conjunto, no es sencillo disociar de forma empírica los distintos efectos sobre la inflación de los precios de los activos y de consumo. La evidencia empírica preliminar sugiere que las perturbacio-

5 M. Woodford (2007), «Globalization and monetary control», Working Paper Series n.º 13329, NBER.

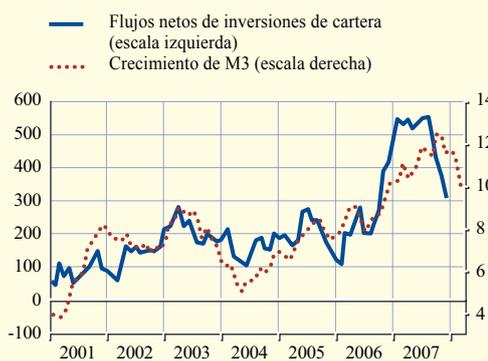
nes que se producen en la liquidez global (derivadas, por ejemplo, de la innovación financiera, la eliminación de los controles sobre los movimientos internacionales de capitales o los cambios de política macroeconómica) pueden influir en las perspectivas relacionadas con los precios de los activos y de las materias primas, así como con la inflación interna⁶. Durante la fase alcista de los ciclos de precios de los activos, las perturbaciones en la liquidez monetaria interna han influido en la evolución de los precios de la vivienda en los países de la OCDE⁷. También existe determinada evidencia empírica que muestra que un exceso de liquidez, cuando aumentan los desequilibrios en la fase alcista, es un indicador de la profundidad de la siguiente recesión económica durante la fase bajista posterior, lo cual agudiza la crisis financiera. Si estos resultados se corroboraran mediante nuevos análisis, el exceso de liquidez global podría ser una señal adicional de la evolución inflacionista y de los desequilibrios financieros.

4 LA RELACIÓN ENTRE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL, LOS ACTIVOS EXTERIORES NETOS DE LAS IFM Y LA EVOLUCIÓN DE M3 DE LA ZONA DEL EURO

La globalización de los mercados financieros ha aumentado la proporción de riqueza global invertida fuera de las jurisdicciones de origen de los inversores. Los flujos de capital transfronterizos asociados pueden influir sistemáticamente en la evolución monetaria interna. Ante unas expectativas de mayores rentabilidades ajustadas por el riesgo en relación con una determinada área económica, las carteras internacionales se redistribuyen, generando operaciones transfronterizas hacia dicha región. En una economía cerrada, si un hogar interno vende un bono o una acción a otro hogar, no se genera impacto alguno en el saldo monetario total, ya que el dinero simplemente circula dentro del sector tenedor de dinero. Por el contrario, las operaciones realizadas entre IFM residentes y no residentes suelen repercutir en las tenencias de dinero. Más concretamente, por lo que respecta a la zona del euro, las operaciones exteriores (ya sean inversiones directas o movimientos

Gráfico 7 Flujos netos de inversiones de cartera y crecimiento de M3 en la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

de cartera hacia acciones, valores distintos de acciones o ambos) llevadas a cabo por instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro y por no residentes en la zona tienen un impacto directo en los activos y pasivos exteriores del sector de IFM, siempre que se liquiden a través de entidades de crédito residentes (véase el recuadro 1 para más detalles).

Un examen más detenido de los componentes de los activos exteriores netos de las IFM desde 1999 indica que los flujos netos de inversión directa extranjera han sido negativos y, generalmente, no

- 6 Véanse M. Ciccarelli y B. Mojon (2005), «Global inflation», Working Paper Series n.º 537, BCE, y F. Browne y D. Cronin (2007), «Commodity prices, money and inflation», Working Paper Series n.º 738, BCE. Otros estudios han investigado la cuestión relacionada con los efectos de la liquidez global sobre la inflación y el producto mundial/interno: J. Sousa y A. Zaghini (2004), «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», Working Paper Series n.º 309, BCE; R. Ruffer y L. Stracca (2007), «What is global excess liquidity, and does it matter?», Working Paper Series n.º 696, BCE; y, por último, C. E. V. Borio y A. Filardo (2007), «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», Working Papers n.º 227, BPI.
- 7 Véanse C. Detken y F. Smets (2004), «Asset price booms and monetary policy», Working Paper Series n.º 364, BCE, publicado también en H. Siebert (ed.), «Macroeconomic Policies in the World Economy», Springer, Berlin, 2004; R. Adalid y C. Detken (2007), op. cit.; y C. Goodhart y B. Hofmann (2008), «House prices, money, credit and the macroeconomy», Working Paper Series n.º 888, BCE. En relación con los efectos de una política monetaria acomodaticia sobre los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos, véase también C. Greiber y R. Setzer (2007), «Money and housing – Evidence for the euro area and the US», Deutsche Bundesbank Discussion Paper n.º 12/2007.

han guardado relación con la dinámica de M3, mientras que los flujos de inversiones de cartera transfronterizas (en acciones y valores distintos de acciones) muestran un alto grado de correlación con la evolución de M3 (véase gráfico 7). Por tanto, el análisis de las operaciones de cartera transfronterizas, incluyendo el comportamiento de los inversores de la zona del euro que invierten en el extranjero frente al de los inversores extranjeros, puede esclarecer en cierta medida la razón por la que, a veces, la evolución monetaria no obedece totalmente a factores tradicionales determinantes de la demanda de dinero, como el producto y los tipos de interés.

Existen cinco períodos principales que han caracterizado las entradas netas de inversiones de cartera transfronterizas en la zona del euro desde el comienzo de la tercera fase de la UEM.

Entre 1999 y mediados del 2001, el descenso significativo de los activos exteriores netos de las IFM fue consecuencia de que las instituciones residentes en la zona del euro distintas de IFM acumularon importantes carteras de acciones extranjeras, tras la intensa actividad de fusiones y adquisiciones llevada a cabo por residentes en la zona, en parte dentro del contexto del auge de la «nueva economía» en Estados Unidos.

Desde mediados del 2001 hasta mediados del 2003, en un entorno de intensificación de la incertidumbre geopolítica y en los mercados financieros y de búsqueda de rentabilidades más seguras⁸, el sector tenedor de dinero de la zona del euro redistribuyó sus carteras y cambió las tenencias de acciones internas y extranjeras por activos monetarios internos, mientras que el patrón de las inversiones de cartera extranjeras en la zona del euro fue relativamente estable. Una consecuencia de esta redistribución fue la repatriación de fondos invertidos previamente en acciones extranjeras, lo cual generó una acumulación de entradas de capital procedentes residentes y no residentes en la zona del euro, de forma que los movimientos de cartera resultantes afectaron a la dinámica monetaria, como sostuvo el BCE en diversas ocasiones⁹. El crecimiento interanual de M3 aumentó signifi-

cativamente, favorecido por el importante incremento de los activos exteriores netos de las IFM.

Posteriormente, desde el verano del 2003 hasta mediados del 2004, las entradas netas de inversiones de cartera fueron disminuyendo paulatinamente. En concreto, en el verano del 2003, con unas expectativas de minusvalías como consecuencia del acusado aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo, las importantes desinversiones en bonos y pagarés de la zona del euro por parte de no residentes frenaron la tendencia positiva de las entradas netas de inversiones de cartera, que se redujeron hasta junio del 2004, principalmente debido al débil crecimiento económico de la zona del euro en relación la evolución de otras regiones económicas. El progresivo descenso de las entradas de capital netas interanuales y la consiguiente disminución de los activos exteriores netos de las IFM contribuyeron a moderar el crecimiento de M3.

En el cuarto período, transcurrido desde mediados del 2004 hasta mediados del 2007, se experimentó un repunte, con un fuerte aumento de las entradas netas de inversiones de cartera debido al incremento de las compras netas de valores de cartera de la zona del euro por parte de no residentes en la zona. Los datos de las encuestas de los mercados indicaban un renovado interés de los inversores extranjeros por los valores de renta variable de la zona, citándose como una de las razones principales el hecho de que se consideraba que, en términos relativos, los precios de dichos valores resultaban atractivos. La evidencia creciente de una mejora de las perspectivas económicas en la zona del euro desde principios del 2005 puede haber sido un factor clave en estas estrategias de inver-

8 Este período coincidió con el acusado descenso de los índices bursátiles durante el 2001, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, los escándalos contables de Estados Unidos en el 2002, las posteriores incertidumbres políticas de Oriente Medio y la guerra de Iraq. Por tanto, el período 2001-2003 se caracterizó por una preferencia extraordinaria por parte de los residentes en la zona del euro por los activos financieros líquidos y seguros.

9 Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «Flujos externos de capital y dinámica monetaria interna en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2005, y el recuadro titulado «Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM», en el Boletín Mensual de julio del 2005.

sión. Durante este período, los flujos interanuales de entrada en M3, tras experimentar una breve moderación, continuaron fortaleciéndose, debido también al impacto positivo de los reducidos tipos de interés sobre la economía.

El quinto período, comprendido entre mediados del 2007 y abril del 2008, se caracterizó por una tendencia a la baja de las entradas netas de inversiones de cartera, debido, en parte, a las turbulencias financieras que se desataron a partir del verano del 2007, aunque el volumen de entradas netas interanuales continuó siendo considerable¹⁰. El crecimiento de M3 reflejó el patrón de los flujos interanuales de las inversiones de cartera.

En términos generales, puede afirmarse que las operaciones exteriores y, más concretamente, las inversiones de cartera, se han movido conjuntamente con la evolución monetaria en la zona del euro en los ocho últimos años. Por tanto, entender los factores que determinan la evolución de los flujos de cartera puede contribuir a mejorar el análisis monetario.

A pesar de esta ayuda, sigue siendo difícil identificar los factores determinantes de los flujos de cartera, porque las decisiones de los gestores de carteras se basan en expectativas de rendimientos futuros, que, obviamente, pueden diferir de los rendimientos reales posteriores.

Un estudio analítico reciente muestra que es posible codificar y cuantificar las implicaciones de los flujos de cartera transfronterizos y de los precios internacionales de los activos en la evolución monetaria de la zona del euro dentro de un marco de demanda de dinero (véase recuadro 2). Esta posibilidad resulta importante para explicar la dinámica de M3 en la zona del euro durante el período 1980-2008. En concreto, el agregado M3 de la zona del euro y los precios de los valores de renta variable y de renta fija de la zona y de Estados Unidos están interrelacionados y cualquier desequilibrio en uno de estos tres mercados (el mercado monetario de la zona del euro y los mercados de activos de la zona y de Estados Unidos) genera respuestas correctoras en los otros dos. Además, dado que se dispone de los precios de los activos de manera puntual, es posible evaluar los riesgos inflacionistas en tiempo real. La evidencia empírica relativa a la zona del euro sugiere que es importante situar la demanda de dinero en el contexto de los flujos de cartera y de los precios internacionales de los activos para medir el exceso de liquidez que puede plantear riesgos directos para la estabilidad de precios.

10 Para un análisis de los activos exteriores netos y de la inversión internacional, véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM», en el Boletín Mensual de julio del 2005, y el recuadro titulado «Activos exteriores netos de las IFM y su impacto en la evolución monetaria», en el Informe Anual del 2007 del BCE.

Recuadro 2

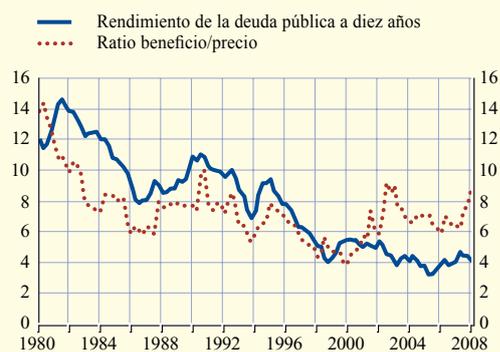
DEMANDA DE DINERO EN LA ZONA DEL EURO Y DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA INTERNACIONAL

En los diez últimos años, como consecuencia de la evolución financiera y de la globalización, han aumentado los flujos de capital transfronterizos y se han intensificado las interrelaciones entre el dinero y los precios de los activos. Los flujos de capital transfronterizos pueden afectar a la velocidad del dinero, lo que dificulta la identificación de la relación a largo plazo entre crecimiento del dinero y evolución de los precios a nivel nacional. El alto grado de correlación entre los flujos netos de inversiones de cartera y el crecimiento de M3 observado en la zona del euro, que se describe en el gráfico 7 de la sección 4, se analiza dentro de un marco de demanda de dinero propuesto por De Santis, Favero y Roffia (2008) (en adelante, el modelo DFR)¹. Al igual que ocurre con otros modelos

1 Véase R. A. De Santis, C. A. Favero y B. Roffia (2008), «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», ECB Working Paper Series, n.º 926; presentado también en el seminario del BCE titulado «The external dimension of monetary analysis», Fráncfort del Meno, 12-13 de diciembre de 2007.

Gráfico A Ratio beneficio/precio y rendimiento de la deuda pública a diez años en la zona del euro

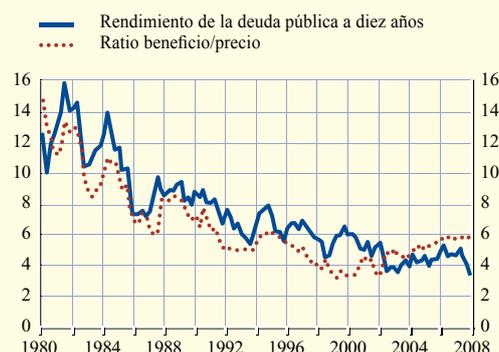
(en porcentaje)



Fuentes: BPI, Datastream, cálculos del BCE.

Gráfico B Ratio beneficio/precio y rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos

(en porcentaje)



Fuentes: BPI, Datastream.

de demanda de dinero, este enfoque se basa, como punto de partida, en la existencia de diversas fricciones financieras, lo que significa que la modelización de los agregados monetarios es, a la vez, flexible y relevante para entender la dinámica macroeconómica.

El elemento básico del modelo DFR es la adopción de un enfoque de equilibrio de cartera para la demanda de dinero, que se caracteriza por dos grandes rasgos. En primer lugar, para que las transacciones tengan un impacto sobre el agregado M3, es necesario un sector de contrapartida que no forme parte del sector tenedor de dinero; en el modelo DFR, es el sector tenedor de dinero exterior (es decir, no residente). En segundo lugar, para explicar los desplazamientos de cartera, se necesita un conjunto de variables de costes de oportunidad, incluidas las rentabilidades de los activos internos y externos. En este modelo, se observa que las rentabilidades de los activos internos y externos (acciones y bonos a largo plazo), así como la propia tasa de rendimiento de las tenencias de M3 de la zona del euro influyen en los saldos monetarios. Más exactamente, para un nivel de riesgo dado, la distribución de la cartera entre activos de riesgo depende de la rentabilidad esperada por los agentes nacionales y extranjeros por encima de la propia tasa de rendimiento del dinero.

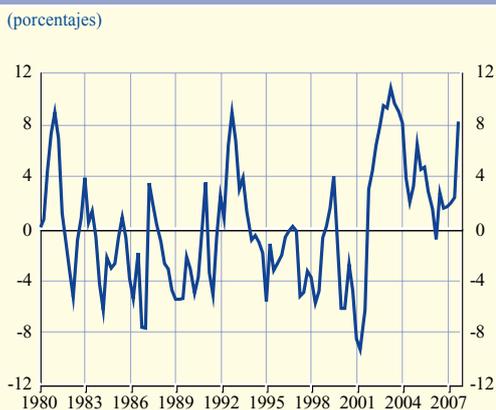
Aplicando técnicas econométricas estándar, se puede observar la existencia de tres relaciones a largo plazo.

- (i) Una ecuación de demanda de dinero de la zona del euro, que relaciona la demanda de M3 de la zona con la renta/riqueza y los rendimientos relativos de los valores de renta variable y los bonos a largo plazo de Estados Unidos y de la zona del euro.
- (ii) Dos relaciones entre los ratios de beneficio/precio y los rendimientos de los bonos a largo plazo de la zona del euro (incluida también en este caso la propia tasa de rendimiento de M3) y de Estados Unidos, que recogen el equilibrio en los mercados de activos de la zona del euro y de Estados Unidos, respectivamente, y que representan el «modelo FED» de Lander, Orphanides y Douvogiannis (1997)². Este modelo postula que la ratio beneficio/precio

2 J. Lander, A. Orphanides y M. Douvogiannis (1997), «Earnings, forecasts and the predictability of stock returns: evidence from trading the S&P», *Journal of Portfolio Management*, vol. 23, pp. 24-35.

de un índice bursátil tiende a moverse en la misma dirección que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo (véanse gráficos A y B), facilitando así la predicción de los movimientos de los precios en el mercado de renta variable. Para cerrar una brecha positiva entre esas variables, se espera que aumenten los precios de las acciones o los rendimientos de los bonos a largo plazo, lo que incrementará la rentabilidad futura. En el gráfico A se observa que, sobre la base de los datos efectivamente observados, esta brecha comenzó a aumentar en el 2001 en la zona del euro, lo que corresponde, en efecto, al período en el que se registraron incrementos de los flujos netos de entrada de inversiones de cartera y un mayor crecimiento del agregado M3 de la zona.

Gráfico C Residuos de la ecuación de demanda de dinero a largo plazo de la zona del euro en el modelo DFR



Fuente: De Santis, Faver y Roffia (2008).

Los parámetros de estas tres relaciones son significativos y el sistema fue estable durante el período que abarca la muestra, desde el primer trimestre de 1980 hasta el primer trimestre del 2008, sobre la base de pruebas estadísticas estándar; los residuos de las tres ecuaciones son «de reversión a la media» o, dicho de otra forma, «estacionarios».

El gráfico C representa los residuos de la demanda de dinero a largo plazo, o el llamado «exceso monetario». La serie fluctúa en torno a cero, de modo que todas las desviaciones del saldo de M3 efectivamente observado respecto a la demanda de dinero a largo plazo «se corrigen» con el tiempo. No obstante, como el modelo se compone de un sistema, dichos residuos deben entenderse en el contexto del modelo en su conjunto, es decir, teniendo en cuenta también las posibles divergencias en la ratio beneficio/precio con respecto a los rendimientos de los bonos, que pueden producirse en los otros dos mercados de activos del modelo. Concretamente, aunque el modelo puede explicar bien la evolución a largo plazo del saldo de M3, ello no impide que la evolución de los mercados de activos pueda ofrecer algún indicio sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

Partiendo de la configuración de este modelo, cabe realizar, principalmente, dos observaciones.

- (i) Dado que los precios de los activos son volátiles, se introduce cierta volatilidad en los residuos de la demanda de dinero, aunque, al mismo tiempo, esta última muestra una rápida reversión a la media. Si bien este modelo confirma la relación subyacente entre el dinero y un pequeño número de variables macroeconómicas, sugiere asimismo que la evolución de los precios de los activos es un factor determinante importante de la evolución monetaria.
- (ii) Existen relaciones entre la evolución del dinero y la evolución del precio de los activos, que actúan en ambas direcciones, de modo que los desequilibrios en cualquiera de los tres mercados que abarca el modelo —M3 y los mercados de activos de la zona del euro y de Estados Unidos—

desencadenan respuestas correctoras en todos los mercados³. Así pues, este enfoque de la cartera relaciona la evolución monetaria con la dinámica de los precios de los activos en un contexto internacional, ofreciendo así un nexo con la literatura, cada vez más abundante, sobre los precios de los activos y el dinero.

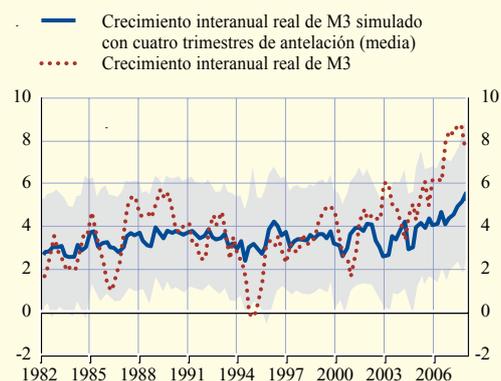
Por lo que respecta a los mecanismos por los que se manifiestan estas interrelaciones en el modelo, si la ratio beneficio/precio de la zona del euro es menor que el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona, se espera que se reduzca el exceso de rentabilidad ajustada por el riesgo de los activos de la zona y, en consecuencia, los inversores internacionales venderán dichos activos a los agentes nacionales y, como resultado, disminuye también el crecimiento del agregado M3 de la zona del euro. Si la ratio beneficio/precio en Estados Unidos es inferior al rendimiento de la deuda pública estadounidense a largo plazo, el crecimiento de M3 de la zona del euro también podría descender si los inversores internacionales venden activos estadounidenses también en parte a agentes de la zona del euro, como consecuencia de la caída del exceso de rentabilidad esperada, ajustada por el riesgo, de los activos estadounidenses. Tanto el análisis de la respuesta a los impulsos como la evidencia anecdótica indican que un aumento de la ratio beneficio/precio en la zona del euro y/o en Estados Unidos por encima de los respectivos rendimientos de los bonos a largo plazo da lugar a entradas netas de cartera en la zona del euro y a un aumento del crecimiento del agregado M3 de la zona. También cabe señalar que existe una fuerte correlación entre el tipo de cambio del dólar estadounidense respecto al euro y los residuos de las ecuaciones de precios de los activos. Por consiguiente, con la inclusión de las ratios beneficio/precio, los rendimientos de los bonos y la propia tasa de rendimiento de M3 de la zona del euro en el modelo de demanda de dinero DFR, se recoge implícitamente la influencia de los flujos netos de cartera y del tipo de cambio sobre el crecimiento de M3 de la zona del euro.

En conjunto, puede argumentarse con seguridad que es importante situar la demanda de dinero en el contexto de los flujos de cartera internacionales para explicar la dinámica de M3 de la zona del euro. Además, dado que se dispone de los precios de los activos de manera puntual, es posible evaluar los riesgos inflacionistas en tiempo real comparando el crecimiento efectivo del dinero con los valores simulados basados en el modelo.

El gráfico D muestra el crecimiento interanual de M3 atribuible a la evolución de las variables incluidas en el modelo. Los resultados apuntan a la existencia de una brecha positiva cada vez mayor entre el crecimiento real del dinero efectivamente observado y el crecimiento real del dinero ajustado por el modelo en los últimos años. La brecha es estadísticamente significativa al explicar la evolución del IAPC de la zona del euro. Siguiendo un enfoque bivariante estándar, basado en la metodología pro-

Gráfico D Crecimiento real de M3 en la zona del euro: valores observados y simulaciones realizadas con el modelo DFR

(tasas de variación interanual)



Fuente: De Santis, Favre y Roffia (2008).

Nota: La zona sombreada abarca el intervalo de confianza del 95% del crecimiento interanual real de M3 simulado con cuatro trimestres de antelación.

3 Al examinar la dinámica a corto plazo del sistema, se observa que el impacto de los tres desequilibrios es más bien generalizado, ya que muchas variables reaccionan ante alguno de ellos o incluso frente a los tres.

puesta por Stock y Watson (1999)⁴, se ha realizado una evaluación de los resultados de predicción de este indicador en relación con la evolución de la inflación durante un período de seis trimestres. Se ha observado que, al efectuar estimaciones recursivas de las ecuaciones para el período comprendido entre el primer trimestre del 2000 y el primer trimestre del 2008, el indicador de la brecha de crecimiento monetario basado en el modelo DFR produce mejores resultados que la referencia del modelo univariante y presenta un buen comportamiento en base tanto a los errores cuadráticos medios de predicción como al sesgo. Dado que el modelo DFR es estable, ello sugiere un cierto aumento de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro, especialmente en los dos últimos años.

4 J. Stock y M. W. Watson (1999), «Forecasting inflation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, pp. 293-335.

5 CONCLUSIONES

El objetivo del análisis monetario es identificar la tasa tendencial subyacente de expansión monetaria que señala con firmeza los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, dicho análisis está encaminado a separar esta señal subyacente de los cambios relacionados, por ejemplo, con la creciente influencia de la globalización financiera sobre la velocidad del dinero a través de las fluctuaciones de los precios internacionales de los activos, que pueden afectar a la distribución de la cartera internacional y, por tanto, a los mercados monetarios internos directamente, dificultando el análisis monetario en frecuencias más altas.

Al mismo tiempo, los últimos años se han caracterizado también por un gran volumen de liquidez global y de ahorros invertidos en carteras internacionales, que han afectado significativamente a las primas de riesgo en una serie de categorías de activos. En última instancia, la evolución de los precios de los activos y de las materias primas podría afectar a los

precios de consumo internos a través de los efectos riqueza y de relación de intercambio.

La liquidez global, los flujos de cartera, los precios internacionales de los activos y el crecimiento monetario interno están todos relacionados entre sí. En un entorno de esta índole, el análisis monetario exige un grado de sofisticación creciente, basado en una gama más amplia de herramientas y modelos analíticos, que pueden ayudar a disociar de forma empírica los diferentes efectos sobre la inflación de los precios de los activos y de consumo. Mientras que es indiscutible que existe una relación a largo plazo entre el crecimiento monetario interno y la inflación, los trabajos empíricos sobre los efectos de la liquidez global todavía están en una fase muy incipiente. La evidencia empírica de la zona del euro sugiere que es importante situar la demanda de dinero en el contexto de los flujos de cartera y de los precios internacionales de los activos para explicar la evolución de M3 de la zona del euro y para medir el exceso de liquidez que puede plantear riesgos directos para la estabilidad de precios.

EL PAPEL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

ARTÍCULOS

El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria

En el sistema financiero de la zona del euro, las entidades de crédito han desempeñado tradicionalmente un destacado papel en la distribución del ahorro y en la financiación de las empresas y los hogares. Por tanto, el ajuste de los criterios de concesión y de fijación del precio de los préstamos y créditos por las entidades en respuesta a medidas de política monetaria del BCE es un canal importante a través del cual dicha política influye en la economía. Las tensiones observadas en los mercados monetarios y crediticios desde mediados del 2007 han puesto de manifiesto la importancia de realizar un atento seguimiento del papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En este artículo se analizan trabajos de investigación recientes acerca de este papel, centrándose, en particular, en la zona del euro. En primer lugar se describen los diversos canales a través de los que las entidades de crédito pueden influir en el mecanismo de transmisión monetaria, y a continuación se realiza una valoración de las implicaciones de los cambios recientes en el entorno financiero y en el sector bancario, en particular, para la política monetaria. A la vista de estos factores, es probable que el mecanismo de transmisión haya experimentado transformaciones.

I INTRODUCCIÓN

Las entidades de crédito desempeñan un destacado papel en el sistema financiero de la zona del euro y canalizan los flujos de activos financieros de los ahorradores a quienes tienen necesidades de inversión y de consumo. Son las principales captadoras de fondos y proveedoras de financiación al sector de sociedades no financieras y a los hogares. Esta situación contrasta con la de Estados Unidos, donde la financiación en los mercados de capitales es más importante (véase cuadro 1). En consecuencia, desde la perspectiva de la política monetaria, es fundamental comprender correctamente la función de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de esta política¹.

En este artículo se analizan trabajos de investigación recientes sobre el papel de las entidades de

crédito en el mecanismo de transmisión de la zona del euro. En la sección 2 se describen los diversos canales a través de los que las entidades de crédito pueden influir en el mecanismo de transmisión. En la sección 3 se analizan los cambios fundamentales experimentados por el sector bancario en los últimos años, como consecuencia de la innovación financiera, de las modificaciones regulatorias y del proceso de integración financiera, así como sus posibles implicaciones para el papel que desempeña este sector en el mecanismo de transmisión. En la sección 4, las conclusiones de estos trabajos se aplican al contexto de las tensiones observadas en los mercados de crédito desde mediados del 2007, y en la sección 5 se recogen las conclusiones.

¹ Véanse también los estudios realizados a principios de la presente década por la Red de transmisión monetaria del Eurosistema, recopilados en I. Angeloni, A. N. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003.

Cuadro 1 Indicadores seleccionados de la estructura financiera de la zona del euro y de Estados Unidos

(en porcentaje del PIB)

Al final del 2007	Zona del euro	Estados Unidos
Activos financieros totales de las entidades de crédito	249	144
Crédito bancario a entidades no bancarias	137	62
del cual: préstamos al sector privado no financiero	50	17
Valores de renta fija emitidos por sociedades no financieras	8	26
Capitalización bursátil	75	112
Titulización	6	18

Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Thomson Financial Datastream y Comité de Gobernadores de la Reserva Federal.

Notas: Los activos financieros totales de las entidades de crédito se refieren al sector de las IFM agregado para la zona del euro, y a la suma de bancos comerciales, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, participaciones en fondos del mercado monetario, y sociedades y agencias de valores para Estados Unidos. Las cifras sobre titulización se basan en los bonos de titulización, en bonos de titulización hipotecaria y en valores relacionados con agencias gubernamentales (denominados en euros/dólares).

2 EL PAPEL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En general, la solvencia financiera de las entidades de crédito y de sus contrapartes puede afectar en mayor o menor medida a la economía real, dependiendo de la existencia de fricciones en los mercados de crédito y de su magnitud. Esto puede suceder, si se producen asimetrías de información, cuando las entidades aplican una prima de riesgo a los créditos que proporcionan superior al riesgo de crédito de los prestatarios. En determinadas circunstancias, las entidades pueden incluso restringir el crédito². Además, el hecho de que el riesgo de crédito evolucione con los ciclos económicos debido a variaciones en el valor de las garantías de los prestatarios implica que la política de concesión de préstamos muestra una tendencia genérica a ser procíclica y puede, por sí misma, provocar fluctuaciones macroeconómicas. Se ha argumentado que estos efectos pueden incluso verse ampliados por los requerimientos mínimos de capital, que se calculan utilizando activos ponderados por el riesgo. En este contexto, el comportamiento de las entidades de crédito puede contribuir a la transmisión de la política monetaria a la actividad económica real de diversas maneras³.

CANALES HABITUALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la investigación académica se han identificado varios canales por los que la política monetaria puede transmitirse a la economía real. En primer lugar, la política monetaria puede influir en las decisiones de gasto real a través del canal tradicional de tipos de interés, que hace que las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE afecten al nivel general de los tipos de interés y, por tanto, a las decisiones sobre consumo e inversión y, en última instancia, a la actividad económica real y a la inflación⁴. Debido al relativamente elevado porcentaje de préstamos y depósitos bancarios en el total de activos financieros y pasivos de la zona del euro, la transmisión de los tipos de interés bancarios es un elemento clave del canal de tipos de interés. El impacto de este canal puede variar en función de la amplitud y de la velocidad del ajuste de los

tipos de interés que aplican las entidades a los préstamos y a los depósitos ante modificaciones de los tipos de interés oficiales. Se ha de observar que, en sí misma, la transmisión de los tipos de interés bancarios depende de múltiples factores, como el nivel de competencia entre las entidades y el grado de desarrollo de los mercados financieros, pero también de la situación patrimonial de las entidades y de sus prestatarios, por lo que posiblemente también pueda considerarse en relación con el canal del crédito (que se analiza a continuación).

En segundo lugar, debido a posibles imperfecciones de los mercados de crédito y a la sustituibilidad imperfecta de los activos y pasivos bancarios frente a los activos y pasivos no bancarios, las entidades de crédito pueden desempeñar un papel diferenciado en la intensificación de los efectos de los cambios en la orientación de la política monetaria. El grado en que la política de concesión de préstamos de las entidades influye en la transmisión de la política monetaria depende, en gran parte, de si los préstamos y los depósitos bancarios son «especiales» (en el sentido de que carecen de sustitutos perfectos), como subraya la literatura sobre el canal del crédito en la transmisión monetaria⁵. Básicamente, la existencia de un ca-

2 Véase J. E. Stiglitz y A. Weiss, «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, 71, n.º 3, junio 1981, pp. 393-410; y B. Holmström y J. Tirole, «Financial intermediation, loanable funds, and the real sector», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n.º 3, 1997, pp. 663-691. Véase también X. Freixas y J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 1997.

3 Es obvio que, como entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria, las entidades de crédito también desempeñan un papel directo en la aplicación de la política monetaria.

4 El canal de tipos de interés se basa en el supuesto de que algunos precios y salarios nominales son inflexibles (rígidos) en el corto plazo. Véase, por ejemplo, J. Boivin, M. P. Giannoni y B. Mojon, «Macroeconomic dynamics in the euro area», artículo publicado como contribución invitada en D. Acemoglu, K. Rogoff y M. Woodford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2008*, para conocer evidencia reciente sobre el mecanismo general de transmisión de la política monetaria en la zona del euro.

5 Véase, por ejemplo, B. S. Bernanke y A. Blinder, «Credit, money, and aggregate demand», *American Economic Review*, 78, n.º 2, mayo 1988, pp. 901-921; B. S. Bernanke y M. Gertler, «Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission», *Journal of Economic Perspectives*, 9, n.º 4, otoño 1995, pp. 27-48; y B. S. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework» en J. Taylor y M. Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, North-Holland, 1999.

nal del crédito depende, por un lado, de la medida en que las entidades de crédito pueden sustituir con facilidad otras fuentes de financiación por depósitos y, por otro, del punto hasta el que los prestatarios pueden encontrar fuentes de financiación alternativas a la financiación bancaria. Por lo que respecta a este último aspecto, en particular, las pequeñas y medianas empresas y los hogares podrían tener dificultades para encontrar fuentes de financiación externa distintas de los préstamos bancarios y, por tanto, tienen una fuerte dependencia de la rápida disponibilidad de crédito bancario para financiar sus actividades de inversión y de consumo.

El canal de crédito «estrecho», o canal de préstamos bancarios, opera a través del efecto que causa una modificación de la política monetaria sobre el pasivo de los balances de las entidades de crédito, lo que puede inducir un ajuste de los activos bancarios, incluidos los préstamos. Por ejemplo, una reducción de las reservas de las entidades inducida por la política monetaria podría conducir a la contracción de la oferta de crédito bancario si éstas no son capaces de sustituir otras fuentes de financiación por depósitos (debido, por ejemplo, a su tamaño o a su nivel de capital) o no disponen de suficientes reservas de liquidez⁶. Parte del canal de préstamos bancarios está relacionado con el nivel de capital de las entidades, en el sentido de que la política monetaria puede inducirles a ajustar su oferta de crédito de modo que influya en los niveles de capital (que está sujeto a requerimientos mínimos regulatorios y a objetivos basados en las calificaciones crediticias)⁷.

El canal de crédito «amplio» (o canal del balance) guarda relación con la situación patrimonial de los prestatarios de las entidades de crédito. A través del impacto sobre los tipos de interés reales, que influyen en la renta disponible, en los flujos financieros de las empresas y (a través del canal del precio de los activos) en el valor de las garantías, la política monetaria puede modificar la riqueza neta de los prestatarios y, en consecuencia, la disposición de las entidades a conceder créditos. Por tanto, puede cambiar la «prima de financiación externa» de los prestatarios⁸.

EL CANAL DE ASUNCIÓN DE RIESGOS DE LA TRANSMISIÓN MONETARIA

Más recientemente se ha planteado el concepto de un canal «de asunción de riesgos» en la transmisión de la política monetaria⁹. Este canal puede operar por varias vías (en el recuadro 1 figura una exposición más detallada sobre la relación entre política monetaria y aversión al riesgo). En primer lugar, al afectar al valor de las garantías, a los precios de los activos y a los flujos financieros, la política monetaria también puede influir en la percepción del riesgo y en la tolerancia al riesgo de las entidades de crédito (y de entidades no bancarias) y, por tanto, en el comportamiento general de la economía en lo que respecta a la asunción de riesgos. Por ejemplo, Jiménez et al. (2007), muestran que las entidades de crédito tienden a prestar fondos a prestatarios de mayor riesgo cuando la orientación de la política monetaria es acomodaticia¹⁰. Es posible que en este contexto sea necesario distinguir entre los efectos habituales del canal del

6 Habitualmente, el análisis empírico de este canal se ha efectuado utilizando datos microeconómicos; véase, por ejemplo, A. N. Kashyap y J. Stein, «What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?», *American Economic Review*, 90, n.º 3, junio 2000, pp. 407-428. Para la zona del euro, véanse los artículos recopilados en I. Angeloni, A. N. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003.

7 Un requisito previo para el canal del capital bancario es que el mercado de valores de renta variable de entidades bancarias sea imperfecto; véase, por ejemplo, S. Van den Heuvel, «Does bank capital matter for monetary transmission?», *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, mayo 2002, pp. 259-265; R. P. Kishan y T. P. Opiela, «Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy», *Journal of Banking & Finance*, 30, 2006, pp. 259-285; L. Gambacorta y P. Mistrulli, «Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy», Banca d'Italia Economic Research Paper n.º 486, 2003; e Y. Altunbas, G. de Bondt y D. Marqués, «Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area», *Kredit und Kapital*, 4/2004.

8 La prima de financiación externa es la diferencia entre el coste de la financiación externa y el de la financiación interna para el prestatario.

9 Véase, por ejemplo, C. Borio y H. Zhu, «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», trabajo presentado en la conferencia del BCE titulada «The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism», noviembre 2007.

10 Véase G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró-Alcalde y J. Saurina, «Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?», CEPR Discussion Paper n.º 6514, 2007 (y de próxima publicación como *Working Paper* del BCE). De igual modo, se ha demostrado que los criterios de aprobación del crédito bancario tienden a ser procíclicos; véase A. N. Berger y G. F. Udell, «The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour», *Journal of Financial Intermediation*, 13, 2004, pp. 458-495.

balance sobre la riqueza neta de los prestatarios y el efecto amplificador adicional del comportamiento inducido de las entidades de crédito y de otros agentes económicos en cuanto a la asunción de riesgos. Además, también se ha demostrado que el crédito bancario está relacionado con las fluctuaciones económicas, como pone de relieve, por ejemplo, la correlación empírica existente entre el ciclo crediticio y el del precio de los activos¹¹. En segundo lugar, aparte de este efecto que se deja sentir en la actitud ante el riesgo de las entidades de crédito, se ha sugerido que, al afectar al precio de los activos, la política monetaria puede favorecer la aparición de una brecha entre los rendimientos reales y los objetivos de rendimientos nominales de algunos inversores institucionales, lo que puede inducir a estos inversores a realizar una «búsqueda de rentabilidad» en una variedad más amplia de activos. Por ejemplo, podría darse el caso de que el entorno de tipos de interés reducidos de los últimos años haya propiciado que determinados inversores institucionales (como los fondos de pensiones y las

empresas de seguros) inviertan cada vez más en activos relacionados con créditos, lo que ha facilitado que las entidades se financien de manera creciente mediante la venta de préstamos en el mercado secundario, aumentando potencialmente con ello su capacidad para conceder nuevos préstamos. También se ha sostenido que si los intermediarios financieros y los participantes en el mercado esperan obtener algún tipo de «seguro» por parte del banco central para protegerse de los riesgos a la baja en los precios de los activos, pueden surgir problemas de riesgo moral en forma de una asunción excesiva de riesgos, en promedio, durante el ciclo económico.

11 Véase, por ejemplo, C. Borio y P. Lowe, «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», Working Paper n.º 114, BPI, julio 2002; C. Borio y P. Lowe, «Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?», Working Paper n.º 157, BPI, julio 2004; C. Reinhart y K. Rogoff, «Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison», NBER Working Paper n.º 13761, 2008; y C. Detken y F. Smets, «Asset price booms and monetary policy», en Horst Siebert (ed.), *Macroeconomic policies in the world economy*, Springer, Berlín, 2004.

Recuadro I

LA ASUNCIÓN Y LA COMPENSACIÓN DE RIESGOS COMO ELEMENTOS DEL PROCESO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La cuestión de la asunción y la gestión de riesgos por parte de los bancos comerciales es sólo un aspecto de un posible canal de asunción de riesgos de la política monetaria. Hace tiempo que se ha reconocido que los tipos de interés oficiales se encuentran entre el conjunto de factores que posiblemente determinen los diferenciales de riesgo financiero. No obstante, ha sido recientemente cuando la literatura académica ha empezado a explorar de manera más sistemática los mecanismos a través de los cuales la estrategia de política monetaria y su aplicación pueden influir en la valoración de los riesgos, así como en la magnitud y la evolución de las primas de riesgo financiero. Como complemento al análisis sobre la asunción de riesgos por parte de los bancos comerciales en el texto principal, en este recuadro se considera la relación entre la política monetaria y las primas de riesgo desde una perspectiva más general.

La importancia de las primas de riesgo financiero en el proceso de transmisión de la política monetaria

El instrumento clave de política de los bancos centrales modernos es el tipo de interés nominal a corto plazo. Dado que los niveles actuales y esperados de los tipos de interés son un elemento fundamental en la valoración de diversos valores financieros, la política monetaria afecta a una amplia gama de precios y rendimientos de activos. Estos, a su vez, son factores importantes que influyen en la actividad económica real y en la inflación.

Como los activos financieros son derechos a recibir pagos futuros, sus precios pueden interpretarse como un reflejo de las expectativas de estos pagos, descontados al valor actual. Los factores de descuento utilizados en este ejercicio pueden considerarse que reflejan tipos de interés a diferentes plazos aumentados por primas cuyo importe será diferente en función del «nivel de riesgo» del activo respectivo¹. Por consiguiente, los activos de mayor riesgo se negociarán a un precio más bajo o, alternativamente, ofrecerán un rendimiento más elevado a los inversores. Esta descomposición de precios y rendimientos de activos implica que las modificaciones de los tipos de interés oficiales pueden influir en sus valoraciones cambiando las perspectivas de pagos futuros o el componente libre de riesgo del factor de descuento, pero también afecta a la prima de riesgo exigida. Por ello, en cualquier parte del mecanismo de transmisión que opere a través de variaciones del valor de los activos y de los tipos de interés —que influyen en las decisiones de inversión y de gasto— han de tenerse en cuenta los posibles efectos amplificadores o atenuantes derivados de los cambios en las primas de riesgo.

Dada la relevancia de las primas de riesgo para el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el impacto de esta última puede analizarse desde dos puntos de vista interrelacionados. En primer lugar, es necesario determinar los canales de influencia que pueden existir entre el nivel de los tipos de interés a corto plazo, por un lado, y la valoración de los riesgos por el sector privado y la compensación por riesgo deseada, por otro. En segundo lugar es importante entender la relación general existente entre las primas de riesgo y la estrategia de política monetaria y su aplicación. Este último aspecto adopta una perspectiva de carácter más estructural, centrada en la relevancia de aspectos como el objetivo de política monetaria o la transparencia y la comunicación del banco central.

Modificaciones de los tipos de interés oficiales y las primas de riesgo

En cuanto al primer aspecto, la modificación de los tipos de interés oficiales puede, en principio, afectar tanto a la percepción del nivel de riesgo de determinados activos como a la compensación por riesgo deseada por los inversores². Por analogía, ambos efectos también serían válidos desde el punto de vista de una entidad de crédito en lo que respecta a la percepción del nivel de riesgo de los prestatarios o de sus proyectos, por un lado, y a la inclinación general de la entidad a conceder préstamos de mayor riesgo, por otro.

A modo de ejemplo del primer tipo de impacto, unas condiciones monetarias más restrictivas pueden contribuir a que aumente el nivel de riesgo de valores emitidos por empresas a través de un incremento inducido de los costes de intereses o de un deterioro de la situación patrimonial. Por tanto, este efecto puede interpretarse como una faceta complementaria del canal del balance. Esto contribuye a explicar los motivos por los que sería probable que los rendimientos esperados de las acciones y los diferenciales de renta fija privada aumenten como respuesta al endurecimiento de la política monetaria³.

1 Véase J. H. Cochrane, *Asset pricing*, Princeton University Press, 2005.

2 Véase B. S. Bernanke y K. N. Kuttner, «What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?», *The Journal of Finance*, 60, n.º 3, junio 2005, pp. 1221–1257.

3 Por lo que se refiere a las primas de riesgo de inflación incluidas en los precios nominales de los activos, las subidas de los tipos de interés a corto plazo pueden causar el efecto contrario, es decir una reducción de las primas, como se ha constatado en el modelo sin oportunidades de arbitraje descrito en P. Hördahl y O. Tristani, «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», Working paper n.º 734, BCE, 2007. Los autores sostienen que este efecto puede ser reflejo de un endurecimiento de la política monetaria que aumente la confianza del sector privado si no se producen incrementos inesperados de la inflación en el futuro.

Por lo que se refiere al segundo tipo de efecto, la modificación de los tipos de interés podría provocar un cambio en la compensación por riesgo deseada. Puede considerarse que esta compensación está estrechamente relacionada con la aversión al riesgo de los inversores, que no es constante en el tiempo sino que cambia con las condiciones económicas. Puede surgir una relación entre la política monetaria y la aversión al riesgo de los inversores, por ejemplo, en modelos económicos con persistencia de hábitos en los que la tolerancia al riesgo (lo contrario de la aversión al riesgo) es mayor cuanto más superan los niveles de consumo actuales un «nivel de referencia». Esto último puede entenderse como un promedio de los niveles de consumo en el pasado reciente. Si la adopción de una orientación restrictiva de la política monetaria influye en la actividad real y en los niveles de consumo actuales, es posible que al mismo tiempo aumente la aversión al riesgo de los inversores⁴.

En cuanto a la evidencia empírica de estos efectos, resulta difícil precisar cuantitativamente la relación entre los tipos de interés oficiales y las primas de riesgo. Un enfoque consiste en estudiar la relación directa («en formato reducido») entre los tipos de interés oficiales, por un lado, y las medidas de las primas de riesgo, de la valoración de los riesgos y de la compensación por riesgo, por otro⁵. No obstante, dado que la política monetaria reacciona ante cambios en el entorno económico, con frecuencia se considera más apropiado aislar el efecto puro sobre las primas de riesgo, esto es, el de la parte inesperada de las modificaciones de los tipos de interés oficiales. Por lo que se refiere a los efectos de estos impulsos de la política monetaria, se dispone de evidencia de que las subidas de los tipos de interés oficiales pueden provocar un aumento de los rendimientos esperados de las acciones o de los diferenciales de los valores de renta fija privada⁶.

Elementos de la estrategia de política monetaria y las primas de riesgo

Aparte de la cuestión del modo en que las modificaciones de los tipos de interés oficiales afectan a las primas de riesgo, es importante saber si determinados elementos de una estrategia de política monetaria pueden influir en los niveles globales de estas primas. Ciertamente, literatura académica reciente confirma la tesis —largamente defendida por responsables de la política monetaria y por comentaristas— de que la valoración de los riesgos por parte de los inversores y la compensación por riesgo dependen de aspectos tales como la transparencia, la credibilidad o la predictibilidad de la política monetaria.

Por ejemplo, la mayor credibilidad y predictibilidad de la política monetaria se ha planteado como una explicación al reciente episodio de rendimientos sorprendentemente reducidos de la deuda públi-

4 Véase, por ejemplo, J. Y. Campbell y J. H. Cochrane, «By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behavior», *Journal of Political Economy*, 107, 1999, pp. 205-51. En el modelo de J. A. Wachter descrito en «A consumption-based model of the term structure of interest rates», *Journal of Financial Economics*, 79, 2006, pp. 365-99, en el que el propio riesgo es constante, la ratio consumo-superávit —que implica una compensación por riesgo que varía con el tiempo— determina totalmente las primas por plazo de vencimiento de los bonos nominales.

5 Véase, por ejemplo, S. Manganelli y G. Wolszijk, «Market discipline, financial integration and fiscal rules – what drives spreads in the euro area government bond market?», Working Paper n.º 745, BCE, 2007, que apunta a una intensa correlación entre los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro y el nivel de los tipos de interés a corto plazo. Otro ejemplo es la relación entre la orientación de la política monetaria y la compensación por el riesgo en el mercado de seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) descrita en J. D. Amato, «Risk aversion and risk premia in the CDS market», *BIS Quarterly Review*, diciembre 2005.

6 Véase, por ejemplo, Deutsche Bundesbank, «Corporate bond spreads», *Financial Stability Report* 2005, y Bernanke y Kuttner (2005; véase nota al pie 2).

ca y de las primas por plazo de vencimiento asociadas⁷. Además, se ha sugerido que el propio objetivo de política monetaria, por ejemplo, la percepción de la importancia que el banco central concede a la estabilidad de precios frente a otros objetivos concebibles, desempeña un papel⁸.

La percepción de una reacción sistemática de un banco central a las condiciones macroeconómicas, que suele abordarse en la literatura académica utilizando el concepto estilizado de «función de reacción», también es relevante. La medida en que un banco central reacciona ante fluctuaciones macroeconómicas no deseadas, es decir, fluctuaciones que son incompatibles con su objetivo de mantener la estabilidad de precios, ciertamente causarán un impacto sobre la prima de riesgo deseada por los inversores que mantienen activos que se remuneran en términos nominales⁹.

Por último, posiblemente sea importante saber en qué medida entiende correctamente el público el funcionamiento de la economía en general y las reacciones de la política monetaria en particular. A este respecto, los cambios en la confianza de los hogares en las reglas de política monetaria pueden causar un impacto sobre el importe de las primas de inflación implícitas en los rendimientos de los bonos nominales y en las primas de riesgo de las acciones¹⁰.

En general, la literatura en la que se analiza el papel de las primas de riesgo y su dependencia de la política monetaria en un marco coherente de modelos monetarios (de equilibrio) modernos está dando sus primeros pasos. Ciertamente, el estudio más detallado de este vínculo es una manera de obtener una visión más completa del mecanismo de transmisión.

7 Véase D. Backus y J. H. Wright, «Cracking the conundrum», Finance and Economics Discussion Series Paper, Federal Reserve Board, 2007-46. En lo que respecta a la cuestión de la credibilidad en términos más generales, F. J. Palomino, «Interest rates, bond premia and monetary policy», mimeo, University of Michigan, 2007, determina que los beneficios para la estabilidad derivados de una política de compromiso (ampliamente abordada en la literatura sobre política monetaria óptima) también se traducen en una reducción de las primas de riesgo de inflación.

8 Véase P. Söderlind, «Monetary policy effects on financial risk premia», University of St. Gallen Discussion Paper n.º 2006-26.

9 Véase M. F. Gallmeyer, B. Hollifield, F. J. Palomino y S. E. Zin, «Arbitrage-free bond pricing with dynamic macroeconomic models», Federal Reserve Bank of St. Louis Review, julio/agosto 2007, pp. 305-326.

10 Las primas totales consistirían en las primas de riesgo e incertidumbre. Véase O. Tristani, «Model misspecification, the equilibrium natural interest rate and the equity risk premium», Working Paper n.º 808, BCE, 2007.

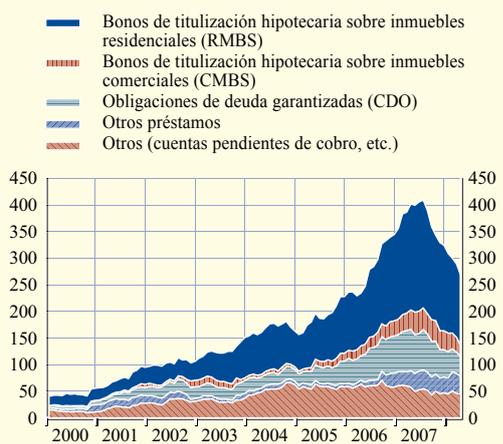
3 EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR BANCARIO Y SUS IMPLICACIONES PARA EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las conclusiones teóricas y empíricas presentadas anteriormente sobre el papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria se refieren en su mayor parte a un sistema financiero tradicional en el que las entidades actúan como intermediarias captando depósitos del sector no financiero y concediendo préstamos a este sector, y en el que existe una distinción clara entre el funcionamiento de los bancos y el de los mercados de capitales. No obstante, en las últimas décadas se han producido cambios impor-

tantes en la forma en que las entidades gestionan su negocio, así como en el sistema financiero en términos más generales. Una pregunta importante es cómo ha influido, en particular, la aparición de la titulización y de los productos de crédito estructurado —que han transformado el modelo tradicional de negocio bancario y han atraído a nuevos inversores a los mercados de crédito— en el sistema financiero, así como de qué modo interactúa con la política monetaria. Es probable que la gran cantidad de innovaciones financieras, especialmente en el ámbito de la transferencia del riesgo de crédito, haya causado un impacto sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En este proceso, la aplicación de la política

Gráfico 1 Emisión de bonos de titulización de activos denominados en euros

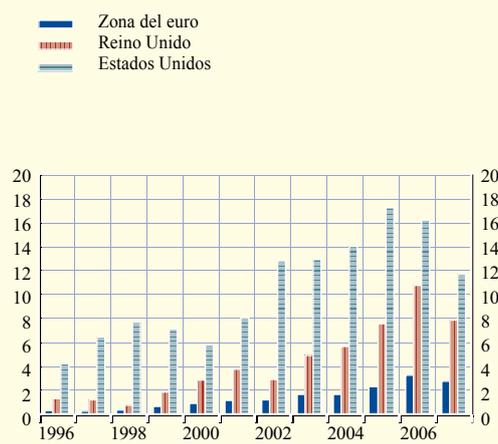
(datos mensuales; suma móvil de doce meses)



Fuente: Dealogic DCM Analytics.
Nota: La categoría «CDO» no incluye CDO sintéticas.

Gráfico 2 Titulización en la zona del euro, Reino Unido y Estados Unidos

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Dealogic DCM Analytics.
Nota: Por país del riesgo subyacente. Las cifras incluyen los bonos de titulización de activos, pero excluyen las CDO y los valores emitidos por agencias patrocinadas por el Gobierno de Estados Unidos.

monetaria se ha tornado más compleja que en el pasado.

CAMBIOS RECIENTES EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

El entorno favorable de los últimos años, caracterizado por primas de riesgo reducidas, bajos niveles de inflación y rápido progreso tecnológico, junto con un proceso prolongado de desregulación e integración financieras, así como la introducción paralela de la contabilidad por el valor razonable y de normas de adecuación del capital más sensibles al riesgo, han estimulado gran parte de la innovación financiera. A este respecto, uno de los aspectos más destacados ha sido el aumento de las actividades de titulización y la difusión de nuevos e innovadores instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, en términos más generales¹².

Mientras que, en el sistema financiero estadounidense, las actividades de titulización son importantes desde hace años, en la zona del euro se han desarrollado más recientemente. No obstante, la expansión de los mercados de titulización en la zona del euro fue notable hasta la reciente ralentización de estas operaciones debido a las tensiones de los mercados financieros que se iniciaron a me-

diados del 2007 (véase gráfico 1). Ciertamente, la emisión de bonos de titulización de activos denominados en euros aumentó de alrededor de 50 mm de euros en 1999 a casi 400 mm de euros a mediados del 2007¹³. Sin embargo, cabe observar que los progresos realizados en las actividades de titulización han sido relativamente dispares en los distintos países de la zona y que, pese al fuerte crecimiento observado en los últimos años, en la zona del euro el nivel de estas operaciones sigue estando bastante por debajo del de Estados Unidos y el Reino Unido (véase gráfico 2).

Otro ejemplo del aumento de las actividades de transferencia de crédito en el sistema financiero es el incremento de los saldos vivos nominales del mercado internacional de seguros de riesgo de crédito (*credit default swaps*, CDS), que pasaron de ser prácticamente inexistentes en el 2001 a situarse en torno a 60 billones de dólares estadounidenses a finales del 2007¹⁴. Además, diversos inter-

12 Para un análisis más detallado de las actividades de titulización, véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

13 Cifras basadas en una suma móvil de doce meses.

14 Véase, por ejemplo, «OTC derivatives market activity in the second half of 2007», BPI, mayo 2008, y «ISDA Year-End 2007 Market Survey», International Swaps and Derivatives Association, 2008.

mediarios financieros no bancarios han adquirido una importancia creciente en las últimas décadas¹⁵. Aunque este proceso tuvo su origen, en gran medida, en Estados Unidos, el sistema financiero de la zona del euro ha experimentado una evolución similar, ya que intermediarios financieros no bancarios como los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y los operadores de tarjetas de crédito son cada vez más importantes. Más recientemente, agentes financieros más esotéricos, como los fondos de alto riesgo (*hedge funds*), los fondos de obligaciones de deuda garantizadas (CDO, en sus siglas en inglés), los fondos de titulización y las sociedades instrumentales también han registrado una expansión considerable¹⁶.

La aparición de estos nuevos agentes ha creado una base de inversores más amplia y, por tanto, por un lado ha facilitado la colocación de activos financieros emitidos originalmente por entidades de crédito (como préstamos titulizados y préstamos sindicados) y, por otro, ha favorecido la financiación mediante la emisión de valores (como pagarés de empresa y valores de renta fija privada). Otra consecuencia de esta evolución es que los criterios de aprobación y de fijación del precio de los préstamos por parte de las entidades están determinados, de manera creciente, por la medida en que los préstamos pueden cubrirse o venderse en el mercado. Por consiguiente, el proceso de concesión del crédito se ha tornado más sensible a las variaciones de los precios de mercado del riesgo de crédito (como los diferenciales de CDS y los precios de los préstamos en los mercados secundarios).

En general, estos cambios han transformado el sistema financiero, que ahora está más orientado al mercado, y también han hecho menos clara la tradicional distinción entre un sistema basado en el sector bancario y un sistema basado en el mercado¹⁷. Aunque esta evolución ha contribuido a que la intermediación financiera se base más en precios de mercado, también ha favorecido una mayor dispersión de los riesgos en el sistema. Como consecuencia, en cierta medida, de estas transformaciones, en las últimas décadas se ha observado una disminución relativa de la importancia del modelo tradicional de intermediación financiera,

en el que las entidades de crédito obtienen financiación principalmente a través de los depósitos y utilizan estos fondos para conceder préstamos que mantienen hasta su vencimiento. Con el tiempo, este modelo se ha complementado con otro, según el cual las entidades dependen de modo creciente de la financiación en los mercados y transfieren gran parte de su riesgo de crédito fuera del balance. En otras palabras, determinados segmentos del sector bancario han abandonado el modelo tradicional basado en «originar y mantener» en favor de un modelo basado en «originar para distribuir». Un ejemplo sencillo de la naturaleza cambiante del sector bancario es la creciente «brecha de financiación» (esto es, la diferencia entre los depósitos del sector no financiero y los préstamos concedidos a este sector) de las IFM de la zona del euro, que sugiere que las entidades de crédito tienden a depender más de la financiación distinta de los depósitos, como los valores de renta fija y la titulización¹⁸. Sin embargo, excepto los bancos de mayor tamaño, la mayoría de las entidades de la zona no han adoptado el modelo bancario basado en «originar para distribuir» y siguen realizando sus operaciones basándose en el modelo tradicional de «originar y mantener»¹⁹.

IMPLICACIONES DE UN ENTORNO FINANCIERO CAMBIANTE PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Partiendo del supuesto de que la tendencia en materia de innovación financiera ha modificado las características de al menos parte del sistema bancario, es posible que en este proceso también hayan cambiado

15 Véase también R. Rajan, «Has financial development made the world riskier?», NBER Working Paper n.º 11728, 2005.

16 Véase, por ejemplo, «Corporate finance in the euro area – structural issues report», BCE, mayo 2007.

17 Véase también J.-C. Trichet, «Some reflections on the development of credit derivatives», discurso de apertura de la 22ª Asamblea General Anual de la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), Boston, 18 de abril de 2007.

18 Según las estadísticas de balances de las IFM, la brecha de financiación de las IFM de la zona del euro pasó de ser prácticamente inexistente en 1997 a más de 1.300 mm de euros (o el 5% de los activos totales) en el primer trimestre del 2008. Además, esta cifra puede ser aún más elevada en función de la medida en que los préstamos titulizados se den de baja de los balances de las entidades de crédito.

19 Véase también el recuadro 2.2, titulado «Retos a medio plazo de los diferentes modelos bancarios» en «Informe de Estabilidad Financiera», Banco de España, abril 2008.

aspectos importantes del papel de las entidades de crédito en la transmisión de la política monetaria.

En cuanto al canal de tipos de interés, cabe esperar que el hecho de que la fijación del precio de los préstamos bancarios se base de manera creciente en los mercados ha hecho que los tipos de interés aplicados por las entidades sean más sensibles a las variaciones de los tipos de interés oficiales a través del impacto de estos últimos sobre los tipos de mercado. Ciertamente, la evidencia disponible para Estados Unidos sugiere que el crecimiento de las actividades de titulización ha aumentado la sensibilidad de los tipos de interés hipotecarios a cambios en los tipos de interés oficiales²⁰. Evidencia más reciente para la zona del euro también apunta a una transmisión más intensa y más rápida de las modificaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados por las entidades en el caso de las entidades más activas en los mercados de titulización y de derivados²¹.

También pueden realizarse algunas observaciones en relación con el canal del crédito. En primer lugar, la titulización «fuera de balance o real», en la que los activos subyacentes se dan de baja del balance de la entidad originadora, ha proporcionado a las entidades una fuente de financiación adicional, y es probable que esto haya reducido la sensibilidad de la oferta de préstamos bancarios a las modificaciones de los tipos de interés oficiales y que, a igualdad de otros factores, haya debilitado el canal de préstamos bancarios.

En segundo lugar, al transferir el riesgo de crédito fuera del balance, la titulización puede ayudar a que las entidades originadoras consigan una reducción de los requerimientos de recursos propios, lo que a su vez puede hacer que dispongan de fondos para conceder nuevos préstamos y reducir la posibilidad de que se produzcan problemas de disponibilidad de fondos como consecuencia de cambios en la política monetaria. Esto representó un problema en el marco de adecuación del capital de Basilea I ya que, con frecuencia, la titulización se percibía como un medio para que las entidades de crédito arbitraran en el nivel de capital regulatorio exigido transfiriendo activos de mayor calidad del

balance mientras retenían los préstamos de mayor riesgo (ya que los requerimientos de capital únicamente distinguían hasta un punto limitado entre diferentes tipos de riesgo de crédito). El nuevo marco de Basilea II, pretende, entre otros objetivos, corregir los incentivos para este arbitraje regulatorio adecuando mejor los requerimientos de capital regulatorio al riesgo económico real²². Al mismo tiempo, se ha argumentado que es posible que este marco más sensible al riesgo amplíe la naturaleza procíclica de los préstamos bancarios y, por tanto, que en determinados períodos pueda provocar una reducción de la oferta de préstamos²³.

En tercer lugar, la utilización de productos de crédito estructurado debe considerarse en el contexto de los avances realizados en los sistemas de gestión de riesgos de las entidades. Cabe destacar que la combinación de nuevas técnicas de modelización del riesgo de crédito y derivados crediticios ha contribuido a mejorar la asignación y la dispersión del riesgo de tipo de interés del balance a nivel de carteras, lo que a su vez puede haber aumentado la capacidad de las entidades para ampliar sus balances. En general, es probable que la emergencia de la titulización y de los derivados de crédito haya conducido, en circunstancias normales, a un cambio en la evolución de los préstamos bancarios, lo que posiblemente ha provocado una re-

20 Véase A. Estrella, «Securitization and the efficacy of monetary policy», *Economic Policy Review*, volumen 8, n.º 1, Federal Reserve Bank of New York, mayo 2002, pp. 243-255.

21 Véase R. Gropp, C. Kok Sørensen y J. Lichtenberger, «The dynamics of bank spreads and financial structure», Working Paper n.º 714, BCE, 2007.

22 Actualmente no se sabe con seguridad cuál será el efecto neto de la introducción de los requerimientos de capital basados en Basilea II sobre las actividades de titulización. De este modo, según el último estudio de impacto cualitativo (QIS5) realizado por el BPI, los requerimientos de capital relacionados con los activos titulizados de las entidades de crédito pueden aumentar o disminuir dependiendo del tipo de entidad y del enfoque aplicado [«estandarizado» o «basado en calificaciones internas, (IRB)»]; véase «Results of the fifth quantitative impact study (QIS5)», Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 16 de junio de 2006.

23 La Comisión Europea, tomando asimismo en consideración la contribución del BCE, realizará un seguimiento constante del grado en que los nuevos requerimientos de adecuación del capital causan efectos procíclicos en el ciclo económico; véase el artículo 156 de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición). Véanse también las iniciativas recientes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (véase nota al pie 31).

acción más moderada de la oferta de préstamos ante cambios en la orientación de la política monetaria²⁴. En el recuadro 2 se proporciona evidencia empírica acerca del papel de la titulización y de la asunción de riesgos por las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por tanto, al aumentar la amplitud de los mercados de crédito, es probable que los progresos realizados en instrumentos de transferencia del riesgo de crédito hayan reducido la eficacia del canal de préstamos bancarios en circunstancias normales, al mismo tiempo que es posible que sea más acusada si los mercados de titulización se paralizan totalmente.

Además, la introducción de productos de crédito estructurado ha proporcionado a los mercados una variedad de nuevas herramientas para valorar la solvencia de los prestatarios. Este aumento de la información en los mercados de crédito puede contribuir a reducir la prima global de financiación externa y, por tanto, a que disminuya la eficacia del canal de crédito amplio. Al mismo tiempo, la mayor liquidez y la fijación de precios más continuada de los productos de los mercados de crédito que ofrecen los instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, así como la introducción paralela de la contabilidad por el valor razonable, pueden haber acentuado la sensibilidad de la prima de financiación externa a cambios en la política monetaria²⁵. Por tanto, el efecto neto a priori de la innovación financiera en el canal del balance es ligeramente ambiguo.

En lo que respecta al canal de asunción de riesgos de la transmisión de la política monetaria, es probable que la innovación financiera, junto con los cambios en el marco de adecuación del capital (Basilea II) haya acrecentado la importancia de la percepción, la valoración y la gestión de los riesgos para el comportamiento de las entidades de crédito y de otros intermediarios financieros²⁶. De igual modo, es posible que la fijación de precio basada en mayor medida en los mercados haya reforzado las estructuras de incentivos que guían a las entidades y a los inversores institucionales, lo que puede traducirse en una actitud más extrema en la asunción de riesgos. Estas consideraciones

apuntan al fortalecimiento del canal de asunción de riesgos.

Aunque en la actualidad existen pocos estudios empíricos sobre el impacto de la innovación financiera en el canal de asunción de riesgos, algunos trabajos recientes proporcionan evidencia de un posible fortalecimiento de la transmisión de la política monetaria a través del canal de asunción de riesgos, como consecuencia del papel cambiante de las entidades de crédito. Se ha constatado, por ejemplo, que los cambios en la política monetaria afectan a los diferenciales de CDS, como predicen tanto el canal del balance como el canal de asunción de riesgos²⁷. Cabría esperar que la relajación de la política monetaria reduzca estos diferenciales, lo que disminuiría el coste de la cobertura del riesgo de crédito para las entidades y, por consiguiente, les permitiría originar préstamos de mayor riesgo (ya que podrían darlos de baja del balance con mayor facilidad). Otros dos estudios señalan un vínculo positivo entre el precio de los activos y la asunción de riesgos por parte de los bancos (principalmente los bancos de inversión)²⁸. Esto se deduce del hecho de que las entidades tienden a establecer como objetivo una ratio específica de apalancamiento, o una medida determinada del riesgo (por ejemplo, el valor en riesgo). Por tanto,

24 Véase, por ejemplo, Estrella (2002; véase nota al pie 20); E. Loutskina y P. E. Strahan, «Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage acceptance rates», NBER Working Paper No 11983; B. Hirtle, «Credit derivatives and bank credit supply», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n.º 276, febrero 2007; e Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués, «Securitisation and the bank lending channel», Working Paper n.º 838, BCE, 2007, para conocer evidencia empírica al respecto.

25 Véase también H. Zhu, «An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market», *Journal of Financial Services Research*, volumen 29, n.º 3, junio 2006, pp. 211-235, que muestra que las primas de derivados de crédito (es decir, los diferenciales de CDS) responden a las variaciones en la disponibilidad y el coste de la financiación con más intensidad que los diferenciales de bonos de empresa.

26 Véase C. Borio y H. Zhu, (2007; véase nota al pie 9).

27 Véase J. D. Amato (2005; véase nota al pie 5 del recuadro 1).

28 Véase T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and leverage», trabajo presentado en la conferencia del BCE titulada «The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism», 29-30 de noviembre de 2007, Fráncfort del Meno; y D. Greenshaw, J. Hatzius, A. N. Kashyap y H. S. Shin, «Leveraged losses: lessons from the mortgage market meltdown», trabajo presentado en la conferencia «US Monetary Policy Forum», febrero 2008.

la evolución hacia una valoración de los balances bancarios basada en mayor medida en el mercado conlleva un aumento de la volatilidad de los pasivos en el sentido de que las entidades tienden a incrementar su nivel de apalancamiento cuando suben los precios de los activos y a reducirlo cuando disminuyen, lo que a su vez puede intensificar los efectos de las modificaciones en la orientación de la política monetaria sobre la economía real.

A la vista de estas consideraciones, en el gráfico 3 se presenta evidencia no concluyente de que durante el reciente período de tipos de interés reducidos e intensa actividad en los mercados de transferencia del riesgo de crédito, las entidades de la zona del euro no sólo aumentaron la cantidad de préstamos concedidos a las sociedades no financieras más de lo esperado si se considera la evolución de factores fundamentales como la inversión en capital fijo, la financiación interna y el coste de la financiación (que tradicionalmente explican bastante bien el crecimiento de los préstamos), sino que también tendieron a otorgar préstamos de mayor riesgo, una tendencia que no se invirtió hasta mediados del año 2007 con el estallido de las tensiones en los mercados financieros.

4 EL IMPACTO DE LAS TENSIONES REGISTRADAS EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO DESDE MEDIADOS DEL 2007

La mayor parte los resultados empíricos de los trabajos sobre el impacto de los cambios en el entorno financiero en el mecanismo de transmisión de la política monetaria (descritos en la sección 3) se han obtenido de muestras que abarcan un período de auge de las actividades de titulización y de las relacionadas con instrumentos derivados. Por tanto, no puede descartarse que estos resultados únicamente sean aplicables en períodos de baja volatilidad en los mercados financieros, de amplia liquidez y de niveles de riesgo reducidos. Ciertamente, los acontecimientos recientes han puesto de manifiesto que, en períodos de tensión, los mercados de titulización y de derivados de crédito podrían paralizarse. Además, en el contexto de las tensiones observadas en los mercados financieros desde mediados del

Gráfico 3 Préstamos apalancados en relación con el total de préstamos sindicados y «exceso» de préstamos a las sociedades no financieras en la zona del euro

(en puntos porcentuales y en porcentaje; datos trimestrales)



Fuentes: Dealogic Loan Analytics, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Los «préstamos apalancados» se definen como préstamos a prestatarios de calidad inferior y sin calificación crediticia. El «exceso de préstamos» se define como la diferencia entre el crecimiento real y el crecimiento implícito de los préstamos obtenido de un modelo estándar de corrección de errores vectoriales de los préstamos a sociedades no financieras.

2007 se han planteado preguntas sobre las implicaciones de los nuevos instrumentos financieros y los cambios que está experimentando el sector bancario²⁹. En las últimas encuestas sobre préstamos bancarios en la zona del euro se incluyeron algunas preguntas ad hoc relacionadas con las tensiones actuales, y el 70%-80% de las entidades (que utilizan regularmente la titulización) participantes en la encuesta respondieron que los problemas actuales para acceder a la financiación a través de la titulización dificultarían en cierta medida o considerablemente la concesión de préstamos y créditos (véase gráfico 4)³⁰. Por consiguiente, el efecto alcista sobre la oferta de crédito derivado del aumento de las actividades de transferencia del riesgo de crédito (incluida la titulización) puede haber desaparecido, al menos temporalmente.

Aunque no es probable que la ralentización observada en las operaciones de titulización sea permanen-

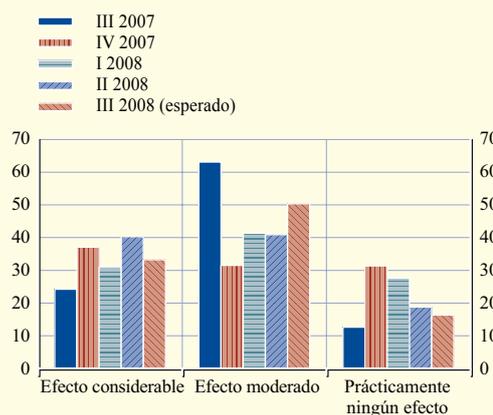
29 Véase la sección titulada «Overview» y los recuadros 5 y 13 de la publicación «Financial Stability Review», BCE, diciembre 2007, y la sección titulada «Overview» y el artículo A de la publicación «Financial Stability Review», BCE, junio 2008.

30 Además, alrededor de una tercera parte de las entidades respondió que el crédito podría verse restringido por el actual aumento de los costes relacionados con su nivel de capital.

te, ésta puede adoptar formas distintas en el futuro, posiblemente como consecuencia de la combinación de exigencias regulatorias y de cambios en las prácticas de mercado³¹. En cualquier caso, los acontecimientos recientes han demostrado que los efectos de las innovaciones financieras y el papel de las entidades de crédito en la transmisión de la política monetaria podrían ser considerablemente no lineales. En particular, es probable que la capacidad y la disposición de las entidades de crédito a asumir y a distribuir riesgo de crédito adicional dependan, fundamentalmente, del correcto funcionamiento de los mercados de titulización y de crédito estructurado. Ciertamente, es esencial comprender mejor cuál sería el impacto global del agotamiento de los mercados de transferencia del riesgo de crédito. En general, resulta difícil determinar a priori cómo funcionaría el sistema financiero en tales circunstancias. Cabría esperar cierto grado de reintermediación, aunque esto depende en gran parte de la solvencia financiera de las entidades. Además, las tensiones en los mercados financieros han subrayado la creciente importancia de fijar los precios en la intermediación financiera basándose en el mercado. Las presiones sobre la rentabilidad y los balances de las entidades han estado determinadas, principalmente, por ajustes de revalorización de sus activos negociables y por el aumento de los costes relacionados con las actividades de cobertura del riesgo de crédito, más que por pérdidas directas en sus Carteras crediticias. Esto también refleja el hecho de que, por el momento, el impacto de las tensiones en los mercados financieros sobre el sector privado no fi-

Gráfico 4 Efecto de las dificultades de obtención de fondos a través de la titulización sobre el crédito bancario

(en porcentaje del total de entidades participantes en la encuesta)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

nciero de la zona del euro ha sido limitado. Por último, los acontecimientos recientes han puesto de relieve la importancia de alcanzar un nivel suficientemente elevado de transparencia y de supervisión de los mercados de crédito, con el fin de asegurar la confianza de los participantes en el mercado en la calidad de los balances de las entidades de crédito y de otros intermediarios financieros.

31 Véanse también las iniciativas recientes del Foro de Estabilidad Financiera («Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience», 7 de abril de 2008), del Institute of International Finance («Interim IIF report on market best practices», abril 2008), y del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea («Principles for sound liquidity risk management and supervision», junio 2008).

Recuadro 2

LA IMPORTANCIA DEL RIESGO BANCARIO Y DE LA TITULIZACIÓN PARA EL CRÉDITO BANCARIO Y LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En los años anteriores al inicio de las tensiones en los mercados financieros, en el segundo semestre del 2007, la mayor parte de los indicadores de la situación patrimonial y de rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro mostraban una imagen muy positiva. El riesgo de crédito de las entidades era muy bajo, medido tanto por indicadores obtenidos de estados financieros, como el importe de las provisiones para insolvencias, o por medidas basadas en el mercado, como las frecuencias de impago esperadas o los diferenciales de CDS o de deuda subordinada. Además, durante este período, los beneficios y los niveles de capital de las entidades se situaron en niveles relativamente elevados. Esta evolución se vio respaldada por un entorno macroeconómico propicio y por

fuertes incrementos de los precios de los activos. En consecuencia, las condiciones de financiación de las entidades eran muy favorables, debido al reducido coste de la financiación y a la intensa demanda de depósitos y de sus valores de renta fija negociables. A este respecto, las entidades se beneficiaron también de un aumento de la capacidad para titular sus activos, en un contexto de amplia liquidez y de elevada demanda de productos de crédito por parte de inversores no bancarios que trataban de obtener rentabilidad de sus inversiones, lo que se tradujo en un incremento de la titularización de activos denominados en euros hasta mediados del año 2007 (véase gráfico 1). Se dispone de evidencia cada vez más abundante que indica que estos factores fueron, en parte, la causa de la intensa oferta de crédito bancario y de la progresiva relajación de los criterios aplicados a la concesión de préstamos y créditos. Esto quedó reflejado, por ejemplo, en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y en el pronunciado crecimiento de los préstamos observado en los dos o tres últimos años¹.

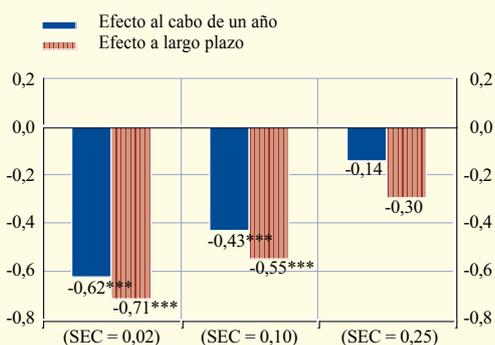
En esencia resulta difícil determinar el posible impacto de la política monetaria sobre la oferta de préstamos y, en particular, diferenciar los efectos de demanda de los de oferta². En la literatura económica, este problema de identificación solía resolverse utilizando un amplio abanico de datos microeconómicos del sector bancario, ya que se espera que las características de las entidades individuales reflejen, en su mayor parte, efectos de oferta. Partiendo de esta idea y utilizando datos de los estados financieros de entidades de crédito, de las actividades de titularización y de indicadores de mercado en relación con el riesgo de unas 3.000 entidades de la zona del euro durante los siete primeros años de existencia de la UEM, se construyó una ecuación de crédito regresando la tasa de crecimiento de los préstamos y créditos de las entidades individuales sobre las tasas de crecimiento del PIB, las variaciones de los tipos de interés y otras características específicas de cada país, así como una serie de características concretas de las entidades, entre las que se incluían los niveles de capital, de titularización y de riesgo. Desde la perspectiva de la política monetaria, este ejercicio econométrico parece proporcionar evidencia de que en los años inmediatamente anteriores a las turbulencias en los mercados, las actividades de titularización protegieron, en parte, a la oferta de crédito bancario del impacto de las modificaciones de la política monetaria³. En el gráfico A se muestra que el impacto de la política monetaria sobre la política de préstamos de las entidades que titularizan una parte importante de su cartera de préstamos es estadísticamente insignificante. En el caso de entidades que recurren a la titularización en menor medida, la política monetaria sí parece influir en su política de préstamos.

Como consecuencia de las tensiones en los mercados de riesgo de crédito que comenzaron en el verano del 2007, la emisión de bonos de titularización de activos se redujo considerablemente, mientras que los perfiles de riesgo de las entidades también se deterioraron y sus niveles de capital pasaron a estar bajo presión. El mecanismo del canal de préstamos bancarios sugiere que esta evolución afectaría negativamente a la oferta de crédito bancario. De este modo, utilizando el modelo descrito anteriormente, se aplicaron tres escenarios diferentes a las variaciones en el nivel de referencia de crecimiento de

- 1 Véase, por ejemplo G. Dell'Ariccia, D. Igan y L. Laeven, «Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market», o A. Sufi y A. Mian, «The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis», trabajos presentados en la Conferencia sobre estructura y competencia en el sector bancario titulada «Credit market turmoil: causes, consequences and cures», Federal Reserve Bank of Chicago, mayo 2008.
- 2 J. Peek y E. Rosengren, «Is bank lending important for the transmission of monetary policy: an overview», Federal Reserve Bank of Boston Conference Series; Proceedings, 1995, pp. 1-14.
- 3 Véase Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «Securitisation and the bank lending channel», Working Paper n.º 838, BCE, 2007, y Working Paper n.º 653, Banca d'Italia, 2007.

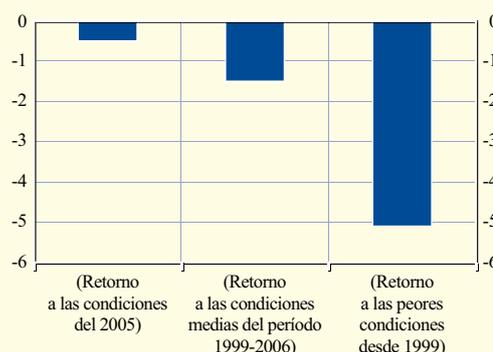
Gráfico A Efecto de una subida de un punto porcentual de los tipos de interés oficiales del BCE sobre el crecimiento de los préstamos bancarios

(puntos porcentuales)



Fuente: Altunbas et al. (2007).

Notas: «SEC» indica la medida en que las entidades de crédito titilizan sus activos. Por ejemplo, «SEC=0,02» se refiere a entidades que titilizan hasta el 2% de sus activos. «***» indica una significatividad estadística del 1%.

Gráfico B Estimación de los efectos de una perturbación que afecte a la oferta de crédito sobre la tasa de crecimiento total de préstamos y créditos

Fuentes: Altunbas et al. y cálculos del BCE.

Nota: «Condiciones» se refiere a las actividades de de titulización, al riesgo bancario y al nivel de capital.

los préstamos bancarios resultantes de una perturbación negativa para la oferta de préstamos. Puede suponerse que es probable que las condiciones favorables vigentes antes de la aparición de las tensiones en los mercados de crédito (incluidos el riesgo bancario, la ratio capital-activos y las actividades de titulización) se hayan deteriorado. Por ese motivo, la ecuación de crédito «se somete a una perturbación» ajustando las condiciones de las entidades (esto es, el nivel de riesgo bancario, las actividades de titulización y el nivel de capital), con el fin de evaluar el posible efecto sobre la oferta de préstamos. Los resultados de estos tres escenarios (presentados en el gráfico B) apuntan a una disminución del crecimiento del crédito otorgado, en comparación con el escenario de referencia.

El primer escenario parte del supuesto de que las operaciones de titulización —que fueron muy numerosas en el primer semestre del 2007— y los niveles de capital y de riesgo de la entidad retornan al nivel del 2005, esto es, supone un efecto relativamente leve de las tensiones en los mercados de crédito. En este escenario se produce una reducción exógena del volumen de préstamos titulizados de aproximadamente un 30%. Esto, a su vez, produce una disminución inmediata del crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero de unos 0,5 puntos porcentuales (véase el panel izquierdo del gráfico B).

En el segundo escenario se supone que las actividades de titulización, los niveles de capital y el riesgo bancario retornan a sus niveles medios desde la introducción del euro. Esto posiblemente se plasmaría en un nuevo descenso de la oferta de crédito, y produciría una reducción del crecimiento de los préstamos al sector privado de aproximadamente 1,5 puntos porcentuales (véase el panel intermedio del gráfico B).

El tercer escenario, el escenario extremo, supone que las condiciones bancarias, medidas por las tres variables mencionadas anteriormente, se deterioran, pasando de la situación actual a los niveles anuales más bajos observados desde 1999. Esto implica, por ejemplo, la eliminación total de las

operaciones de titulización, y un deterioro de la calidad del crédito hasta el nivel registrado en el año 2002. En este caso extremo, la tasa de crecimiento de la oferta de préstamos a residentes en la zona del euro se reduciría unos 5 puntos porcentuales (véase el panel derecho del gráfico B).

Al interpretar estos resultados se han de tomar en consideración al menos tres aspectos. En primer lugar, la disminución del crecimiento de los préstamos únicamente está vinculada al efecto sobre la oferta de préstamos. Por tanto, sólo es un efecto directo inicial que se ha de añadir a los impactos de otros factores macroeconómicos, como un posible descenso de la actividad económica, que probablemente también provoquen directamente modificaciones en el crecimiento de los préstamos. En segundo lugar, los resultados del modelo se basan en una muestra de entidades que no es directamente comparable con las estadísticas oficiales de balances de las IFM, que se elaboran de manera diferente y que tienen una cobertura más extensa. Por último, en el modelo no se incluyen los posibles efectos atribuibles a la no linealidad.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se sostiene que los cambios estructurales observados en el entorno financiero en los últimos años, como la gran variedad de innovaciones en los mercados de crédito, unas prácticas contables y unos marcos reguladores más sensibles al riesgo y la emergencia de inversores ajenos al sector bancario en los mercados de crédito, han transformado la naturaleza del sector bancario y el papel de las entidades de crédito en el proceso de transmisión de la política monetaria a la economía real. A la vista de esta transformación, es posible que el sector bancario se haya vuelto más flexible, pero también más sensible a los riesgos. La evidencia teórica y empírica disponible indica que es posible que, en este proceso, el canal de tipos de interés se haya reforzado (en el sentido de una transmisión más rápida de los tipos de interés aplicados por las entidades). Al mismo tiempo, es probable que el canal del crédito se haya debilitado ligeramente, así como que el efecto de los factores que impulsan el canal de asunción de riesgos haya sido más pronunciado.

No obstante, en general no es fácil extraer conclusiones firmes sobre las implicaciones para la política monetaria de la tendencia en materia de innovación financiera y de los cambios que está experimentando el sector bancario. Con todo, es probable que la complejidad del mecanismo de

transmisión haya aumentado con el tiempo, como consecuencia de la creciente interrelación entre el sector bancario y los mercados financieros. Las tensiones que se iniciaron en los mercados de crédito a mediados del 2007 ciertamente ponen de relieve notables interacciones entre la transmisión de la política monetaria, la estabilidad financiera, la supervisión bancaria y la vigilancia y la transparencia de los mercados de crédito, y también apuntan a importantes asimetrías en el mecanismo de transmisión en el tiempo. A este respecto, el hecho de que la intermediación financiera sea más sensible a los ajustes a precios de mercado que en el pasado aumenta también su propensión a alteraciones repentinas, y potencialmente genera considerables efectos no lineales en la transmisión de la política monetaria. Aunque la naturaleza más propensa a alteraciones y más procíclica de la intermediación financiera resultante de la innovación financiera tendrá que abordarse con medidas estructurales (a través de iniciativas regulatorias o de cambios en las prácticas de mercado), la evolución reciente ha puesto de manifiesto la importancia de realizar un atento seguimiento de los indicadores de los mercados de crédito y exige una mayor profundización en el análisis monetario y del crédito por parte de los bancos centrales. Asimismo, los acontecimientos recientes ponen de relieve la necesidad de seguir de cerca y analizar con más detalle los vínculos entre la transmisión de la política monetaria y las primas de riesgo.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ²⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ³⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,2	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	19,9	4,49	4,38
IV	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,4	4,48	4,13
II	2,3	10,0	10,0	-	10,5	.	4,86	4,73
2008 Feb	3,7	10,6	11,3	10,9	11,0	20,2	4,36	4,06
Mar	2,8	9,7	9,9	10,5	10,9	17,1	4,60	4,13
Abr	2,4	10,3	10,3	10,1	10,7	18,4	4,78	4,32
May	2,3	10,1	10,0	9,9	10,5	17,0	4,86	4,52
Jun	1,4	9,4	9,5	.	9,8	.	4,94	4,73
Jul	.	.	.	.	.	.	4,96	4,53

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,2
2007	2,1	2,8	2,6	2,7	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 IV	2,9	4,0	2,9	2,2	3,0	84,0	1,8	7,3
2008 I	3,4	5,4	3,3	2,1	2,5	83,9	1,6	7,2
II	3,6	7,1	.	.	.	83,4	.	7,3
2008 Feb	3,3	5,4	-	-	3,1	-	-	7,2
Mar	3,6	5,8	-	-	1,3	-	-	7,2
Abr	3,3	6,2	-	-	4,0	83,8	-	7,2
May	3,7	7,1	-	-	-0,5	-	-	7,3
Jun	4,0	8,0	-	-	.	-	-	7,3
Jul	4,1	.	-	-	.	82,9	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-24 ⁴⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
1	2	3	4	5	6	7	8	
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	40,5	55,6	-117,3	235,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 III	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	16,7	9,7	-4,3	-62,3	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	-9,6	-2,9	-104,8	73,4	356,3	112,7	113,1	1,4976
II	.	.	.	.	354,5	115,7	115,7	1,5622
2008 Feb	9,8	4,7	-22,4	14,7	375,4	111,8	111,9	1,4748
Mar	-3,8	1,4	-30,5	5,7	356,3	114,6	115,0	1,5527
Abr	-6,8	4,2	-22,4	-3,7	348,7	116,0	116,1	1,5751
May	-19,6	-4,4	-10,4	23,0	349,2	115,5	115,6	1,5557
Jun	.	.	.	.	354,5	115,4	115,5	1,5553
Jul	.	.	.	.	.	115,8	115,8	1,5770

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.

- 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.
- 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.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2008 11 julio	2008 18 julio	2008 25 julio	2008 1 agosto
Oro y derechos en oro	208.993	208.946	208.368	208.342
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	136.001	131.763	135.536	136.858
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	55.761	56.635	54.928	54.698
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.160	16.660	15.160	16.401
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	475.160	455.051	475.519	466.022
Operaciones principales de financiación	175.001	154.998	175.500	165.999
Operaciones de financiación a plazo más largo	299.997	300.016	300.016	300.018
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	157	0	1	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	5	37	2	5
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	32.144	33.919	34.955	35.232
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	112.872	110.234	112.034	111.658
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.461	37.456	37.456	37.456
Otros activos	378.625	376.684	376.943	377.895
Total activo	1.452.177	1.427.348	1.450.899	1.444.562

2. Pasivo

	2008 11 julio	2008 18 julio	2008 25 julio	2008 1 agosto
Billetes en circulación	685.613	685.062	683.850	688.625
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	236.172	215.748	208.670	214.824
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	236.075	215.628	208.556	214.732
Facilidad de depósito	62	76	74	87
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	35	44	40	5
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	229	227	254	227
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	59.642	56.801	87.785	66.414
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	76.702	78.271	77.986	78.868
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.451	1.839	2.909	2.093
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	18.224	15.960	16.335	18.325
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.120	5.120	5.120	5.120
Otros pasivos	143.992	144.286	143.956	146.032
Cuentas de revalorización	152.364	152.364	152.364	152.364
Capital y reservas	71.668	71.670	71.670	71.670
Total pasivo	1.452.177	1.427.348	1.450.899	1.444.562

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			Nivel	Nivel			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	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							
2008 9 Abr	247.590	295	130.000	4,00	4,23	4,24	7
16	249.682	310	204.500	4,00	4,21	4,26	7
23	218.419	302	173.000	4,00	4,21	4,25	7
30	247.451	316	170.000	4,00	4,26	4,29	7
7 May	229.288	304	150.000	4,00	4,26	4,29	7
14	208.523	287	191.500	4,00	4,18	4,26	7
21	203.091	326	176.500	4,00	4,15	4,22	7
28	224.080	330	170.000	4,00	4,19	4,23	7
4 Jun	210.100	336	153.000	4,00	4,17	4,22	7
11	202.780	343	191.000	4,00	4,03	4,18	7
18	224.290	425	188.000	4,00	4,03	4,13	7
25	243.286	439	208.000	4,00	4,07	4,25	7
2 Jul	254.664	433	154.500	4,00	4,10	4,15	7
9	263.642	400	175.000	4,25	4,32	4,37	7
16	265.931	440	155.000	4,25	4,34	4,36	7
23	268.193	461	175.500	4,25	4,35	4,38	7
30	247.409	430	166.000	4,25	4,38	4,42	7
6 Ago	241.886	424	160.000	4,25	4,38	4,41	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2008 31 Ene	98.183	151	50.000	-	4,21	4,33	92
21 Feb	110.490	105	60.000	-	4,15	4,26	91
28	109.612	165	50.000	-	4,16	4,23	91
13 Mar	132.591	139	60.000	-	4,25	4,40	91
27	131.334	190	50.000	-	4,44	4,53	91
3 Abr	103.109	177	25.000	-	4,55	4,61	189
2 May	101.175	177	50.000	-	4,67	4,75	90
22	86.628	138	50.000	-	4,50	4,68	84
29	97.744	171	50.000	-	4,51	4,62	91
12 Jun	99.781	128	50.000	-	4,60	4,72	91
26	89.836	174	50.000	-	4,50	4,67	91
10 Jul	74.579	141	25.000	-	4,93	5,03	182
31	107.684	189	50.000	-	4,70	4,76	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 20 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
21	Captación de depósitos a plazo fijo	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Captación de depósitos a plazo fijo	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Captación de depósitos a plazo fijo	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Captación de depósitos a plazo fijo	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Captación de depósitos a plazo fijo	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 Mar	Operaciones temporales	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operaciones temporales	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operaciones temporales	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	14.880	7	14.880	4,00	-	-	-	1
13 May	Captación de depósitos a plazo fijo	32.465	29	23.500	4,00	-	-	-	1
10 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	18.505	15	14.000	4,00	-	-	-	1
8 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	14.585	12	14.585	4,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008 Feb	17.734,6	9.572,0	844,7	2.132,7	1.533,9	3.651,2
Mar	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1
Abr	17.956,0	9.762,0	856,2	2.135,6	1.562,3	3.640,0
May	18.093,1	9.817,9	910,6	2.156,1	1.548,9	3.659,6

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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 I	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
2008 13 May	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 Jun	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 Jul	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 Ago	214,1	.	.	.	.

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
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	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,9	-112,3	208,6	876,5
10 Jun	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8 Jul	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) A partir del 1 de enero de 2008, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banco Central de Malta y el Banco Central de Chipre antes del 1 de enero de 2008 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 III	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
IV	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 Ene	1.934,3	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
Feb	1.957,8	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
Mar	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
Abr	2.012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
May	2.009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
Jun ³⁾	2.097,9	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	380,8	15,9	397,3
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	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007 III	28.438,9	16.175,3	794,0	9.948,1	5.433,3	3.748,3	1.214,4	806,3	1.727,6	95,9	1.226,1	4.875,1	203,1	2.115,0
IV	29.447,4	16.905,0	956,1	10.159,9	5.789,0	3.880,8	1.194,1	949,7	1.737,0	93,5	1.296,6	4.872,5	206,0	2.193,0
2008 Ene	30.046,7	17.124,1	961,0	10.299,7	5.863,3	3.973,5	1.220,8	961,9	1.790,8	98,1	1.315,6	5.088,5	205,7	2.241,2
Feb	30.219,2	17.164,9	951,4	10.354,5	5.859,0	4.023,7	1.217,4	985,2	1.821,1	102,7	1.303,2	5.129,2	200,6	2.295,0
Mar	30.229,4	17.249,6	958,0	10.454,6	5.837,0	4.037,1	1.215,7	1.005,9	1.815,4	100,5	1.312,8	4.973,8	198,4	2.357,2
Abr	30.533,5	17.437,6	971,0	10.531,4	5.935,2	4.098,0	1.224,2	1.033,9	1.840,0	99,8	1.372,4	5.074,9	199,1	2.251,7
May	30.897,6	17.618,3	963,3	10.597,6	6.057,4	4.172,5	1.227,4	1.056,0	1.889,1	98,7	1.384,2	5.060,0	199,7	2.364,1
Jun ³⁾	30.734,0	17.629,0	976,9	10.658,9	5.993,1	4.181,0	1.217,2	1.075,0	1.888,8	98,3	1.308,2	4.894,6	200,7	2.422,3

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 III	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
IV	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 Ene	1.934,3	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
Feb	1.957,8	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
Mar	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
Abr	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
May	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
Jun ³⁾	2.097,9	699,7	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,0	98,7	326,2
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	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007 III	28.438,9	-	14.255,0	144,3	8.410,0	5.700,7	778,4	4.577,1	1.589,4	4.527,5	2.711,6
IV	29.447,4	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,8	4.533,2	2.753,6
2008 Ene	30.046,7	-	15.188,9	114,3	8.926,4	6.148,2	835,5	4.686,7	1.699,4	4.794,2	2.841,9
Feb	30.219,2	-	15.219,0	135,4	8.942,3	6.141,3	852,8	4.686,7	1.702,8	4.869,0	2.889,0
Mar	30.229,4	-	15.299,2	139,6	9.010,7	6.148,9	843,0	4.683,2	1.713,7	4.764,1	2.926,3
Abr	30.533,5	-	15.480,3	130,8	9.100,4	6.249,1	852,1	4.710,9	1.721,8	4.929,3	2.839,0
May	30.897,6	-	15.653,5	129,7	9.171,8	6.352,1	854,8	4.792,4	1.727,8	4.968,4	2.900,7
Jun ³⁾	30.734,0	-	15.650,9	155,9	9.213,8	6.281,2	831,0	4.805,1	1.727,8	4.791,2	2.928,0

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años de 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	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007 III	21.652,2	10.760,4	811,8	9.948,7	2.242,2	1.433,7	808,5	826,4	5.243,9	218,7	2.360,5
IV	22.331,4	11.134,4	973,9	10.160,5	2.370,9	1.419,2	951,7	884,7	5.246,2	221,1	2.474,1
2008 Ene	22.834,4	11.280,8	980,5	10.300,4	2.414,9	1.451,0	963,9	893,7	5.489,7	221,1	2.534,2
Feb	22.977,8	11.326,0	970,8	10.355,1	2.441,0	1.453,6	987,4	872,5	5.529,8	216,0	2.592,6
Mar	23.001,3	11.432,7	977,4	10.455,3	2.459,8	1.451,6	1.008,2	871,2	5.357,1	213,6	2.666,8
Abr	23.185,8	11.521,9	989,8	10.532,1	2.495,7	1.459,3	1.036,3	926,2	5.450,1	215,1	2.576,9
May	23.375,8	11.580,3	982,1	10.598,2	2.522,0	1.463,6	1.058,4	918,7	5.436,6	215,7	2.702,4
Jun ^(p)	23.309,4	11.655,0	995,4	10.659,6	2.529,4	1.452,0	1.077,4	860,9	5.275,5	216,6	2.772,1
Operaciones											
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.593,4	1.016,6	-9,7	1.026,3	229,5	-46,8	276,3	59,8	792,1	-0,5	496,0
2008 I	763,6	262,4	0,7	261,7	82,1	24,0	58,1	-7,9	259,8	-8,7	175,9
II ^(p)	342,7	233,3	17,9	215,4	84,8	13,2	71,6	-2,9	-73,8	3,0	98,3
2008 Ene	409,6	93,8	3,6	90,3	23,4	14,6	8,8	10,5	236,2	-1,3	47,0
Feb	194,1	50,7	-9,6	60,2	27,4	2,8	24,6	-19,8	85,4	-5,1	55,5
Mar	160,0	117,9	6,7	111,2	31,2	6,6	24,6	1,4	-61,8	-2,3	73,5
Abr	175,6	93,0	12,2	80,8	39,5	11,3	28,3	52,9	79,9	1,5	-91,2
May	187,5	60,5	-7,7	68,2	29,6	8,3	21,3	-6,9	-20,0	0,6	123,8
Jun ^(p)	-20,5	79,8	13,3	66,5	15,7	-6,4	22,0	-48,8	-133,8	0,9	65,7

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	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007 III	21.652,2	610,4	196,0	8.429,2	682,5	2.811,5	1.394,7	4.575,7	2.979,9	-27,9
IV	22.331,4	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.866,8	1.487,5	4.599,2	3.083,9	-41,1
2008 Ene	22.834,4	623,1	168,9	8.947,4	737,4	2.854,8	1.515,7	4.867,1	3.150,8	-30,8
Feb	22.977,8	628,7	189,2	8.965,5	750,1	2.825,0	1.514,8	4.927,3	3.200,9	-23,6
Mar	23.001,3	632,9	200,0	9.031,5	742,4	2.827,6	1.502,5	4.834,3	3.242,1	-12,0
Abr	23.185,8	641,3	197,7	9.123,5	752,3	2.829,8	1.496,9	5.010,6	3.158,7	-25,1
May	23.375,8	645,7	174,1	9.196,8	756,1	2.862,1	1.484,9	5.064,0	3.226,2	-33,9
Jun ^(p)	23.309,4	652,1	211,1	9.238,4	732,7	2.876,0	1.504,9	4.889,9	3.254,3	-50,1
Operaciones										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.593,4	45,8	-13,3	835,0	54,7	270,2	162,0	778,8	468,2	-8,1
2008 I	763,6	-6,7	46,6	116,9	53,3	-12,5	22,0	345,0	137,2	61,7
II ^(p)	342,7	19,2	10,8	205,6	-9,3	52,1	19,7	56,1	22,3	-33,9
2008 Ene	409,6	-16,4	15,3	16,3	43,8	3,2	11,9	254,7	63,2	17,5
Feb	194,1	5,6	20,3	25,0	11,9	-21,1	2,3	99,3	36,4	14,3
Mar	160,0	4,2	11,0	75,5	-2,4	5,3	7,9	-9,0	37,5	30,0
Abr	175,6	8,5	-2,3	88,7	10,4	0,6	3,8	155,3	-74,3	-15,1
May	187,5	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,8	-8,9	50,1	66,0	-7,0
Jun ^(p)	-20,5	6,4	37,1	45,6	-23,7	19,8	24,7	-149,2	30,6	-11,7

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⁾

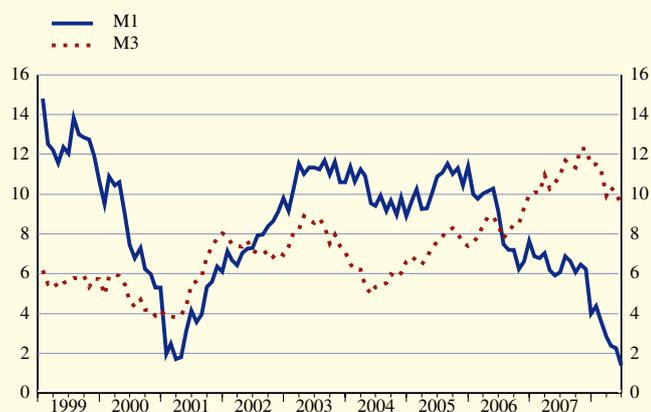
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	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⁾	
	M1	M2-M1						Préstamos			
	1	2	3	4	5	6	7			8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	3.423,3	2.653,2	6.076,5	998,1	7.074,6	-	5.000,6	2.473,0	9.564,3	8.289,3	424,3
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,7	7.740,8	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3
2007 III	3.819,3	3.314,8	7.134,1	1.264,2	8.398,3	-	5.795,8	2.258,5	11.608,0	9.948,6	662,7
IV	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,7	8.650,1	-	5.977,7	2.417,2	12.027,6	10.176,5	626,7
2008 Ene	3.857,3	3.575,8	7.433,1	1.349,4	8.782,5	-	6.038,2	2.431,9	12.174,4	10.304,3	620,2
Feb	3.853,5	3.630,6	7.484,1	1.344,4	8.828,5	-	6.012,4	2.424,7	12.249,3	10.372,5	599,2
Mar	3.853,1	3.666,1	7.519,2	1.337,9	8.857,1	-	5.972,2	2.420,6	12.336,2	10.458,7	540,8
Abr	3.839,1	3.767,9	7.607,0	1.336,2	8.943,3	-	6.001,9	2.434,6	12.425,1	10.522,4	472,6
May	3.856,2	3.793,1	7.649,3	1.346,0	8.995,3	-	6.011,4	2.434,6	12.520,7	10.596,3	412,1
Jun ^(p)	3.837,8	3.828,6	7.666,5	1.355,6	9.022,1	-	6.026,2	2.431,3	12.558,1	10.630,5	376,9
Operaciones											
2006	261,2	309,8	571,0	131,0	702,0	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6
2007	147,4	523,4	670,8	220,3	891,1	-	488,5	-60,1	1.369,3	1.031,6	12,6
2008 I	12,2	137,1	149,3	0,1	149,4	-	26,5	-7,9	282,7	249,2	-47,0
II ^(p)	-16,4	163,5	147,0	20,4	167,4	-	71,7	23,4	242,8	182,8	-156,6
2008 Ene	9,7	40,9	50,6	16,7	67,3	-	44,5	-5,5	95,2	78,2	-0,7
Feb	-0,1	56,6	56,5	-5,4	51,0	-	-12,7	-6,9	82,9	73,7	-14,7
Mar	2,6	39,6	42,2	-11,1	31,1	-	-5,3	4,5	104,6	97,3	-31,6
Abr	-14,7	101,0	86,3	-1,1	85,2	-	35,7	17,4	91,0	67,6	-60,2
May	15,4	25,0	40,4	9,1	49,6	-	12,9	4,0	97,2	75,9	-63,7
Jun ^(p)	-17,2	37,5	20,2	12,3	32,6	-	23,2	2,0	54,5	39,3	-32,6
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 Sep	6,1	15,4	10,2	18,1	11,3	11,7	9,0	-4,4	11,6	11,0	198,4
Dic	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	8,9	-2,6	12,8	11,2	12,6
2008 Ene	4,4	17,8	10,4	18,2	11,5	11,4	9,0	-2,5	12,8	11,1	18,5
Feb	3,7	19,2	10,6	15,4	11,3	10,9	7,8	-2,8	12,7	11,0	-33,4
Mar	2,8	18,1	9,7	11,0	9,9	10,5	6,4	-1,9	12,3	10,9	-159,8
Abr	2,4	19,8	10,3	10,5	10,3	10,1	6,3	-0,3	12,1	10,7	-190,5
May	2,3	19,4	10,1	9,7	10,0	9,9	6,3	-1,9	11,9	10,5	-249,3
Jun ^(p)	1,4	19,0	9,4	9,7	9,5	.	5,7	-0,9	11,1	9,8	-291,6

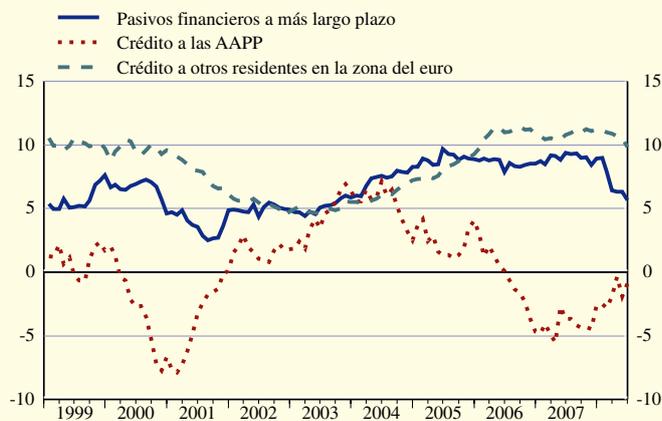
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

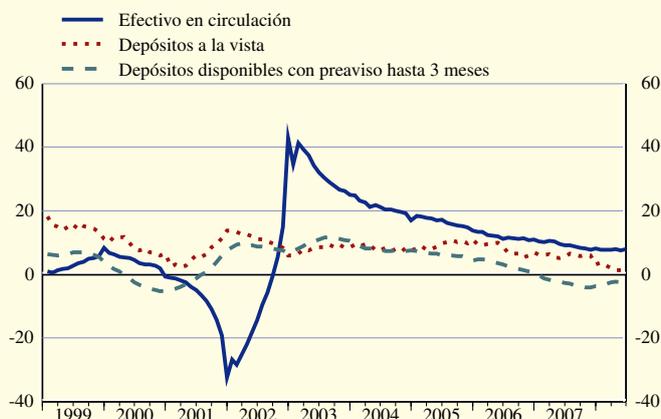
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	521,1	2.902,2	1.109,6	1.543,7	236,0	635,9	126,2	2.205,0	86,8	1.511,3	1.197,5
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	637,0	198,6	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007 III	611,6	3.207,7	1.807,8	1.507,0	295,3	687,2	281,7	2.526,5	112,9	1.766,9	1.389,4
IV	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,8	316,5	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,6
2008 Ene	629,5	3.227,8	2.038,8	1.537,0	306,4	745,2	297,8	2.579,8	122,9	1.819,0	1.516,5
Feb	634,2	3.219,3	2.093,9	1.536,6	313,4	754,8	276,3	2.559,1	121,3	1.816,0	1.516,0
Mar	638,0	3.215,0	2.124,6	1.541,5	308,7	746,8	282,3	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
Abr	644,8	3.194,4	2.224,8	1.543,1	323,7	744,0	268,5	2.561,8	118,7	1.817,9	1.503,4
May	643,7	3.212,5	2.256,5	1.536,6	316,8	739,7	289,4	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
Jun ^(p)	649,7	3.188,1	2.292,0	1.536,7	341,8	727,8	286,0	2.574,0	117,0	1.833,0	1.502,2
Operaciones											
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,1	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,8	118,2	152,3	9,9	164,5	161,8
2008 I	11,2	1,0	136,4	0,7	1,3	31,2	-32,3	9,8	-1,5	1,8	16,4
II ^(p)	11,7	-28,1	168,3	-4,9	33,1	-18,7	6,0	29,5	-2,5	18,3	26,4
2008 Ene	2,7	7,0	45,0	-4,1	-0,9	25,0	-7,5	22,9	1,9	3,2	16,6
Feb	4,7	-4,8	56,9	-0,3	7,0	8,8	-21,3	-12,2	-1,5	-1,6	2,7
Mar	3,8	-1,2	34,5	5,0	-4,9	-2,6	-3,6	-0,9	-1,8	0,2	-2,8
Abr	6,8	-21,4	99,5	1,5	15,0	-2,2	-13,8	14,2	-0,7	2,5	19,7
May	-1,0	16,5	31,5	-6,5	-6,9	-4,2	20,2	5,2	-1,2	11,6	-2,8
Jun ^(p)	6,0	-23,2	37,3	0,1	25,0	-12,3	-0,4	10,1	-0,6	4,2	9,5
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Sep	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,2	10,1	15,1	9,0	6,4
Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,5	6,3	9,6	9,9	12,4
2008 Ene	7,8	3,7	40,9	-3,7	17,6	11,0	40,0	6,5	9,2	9,5	12,9
Feb	7,7	2,9	43,0	-3,1	18,4	10,9	24,0	4,7	6,3	8,9	12,5
Mar	7,7	1,9	39,2	-2,5	11,4	8,2	17,9	3,9	3,5	7,1	10,4
Abr	8,0	1,3	41,6	-2,2	17,8	6,8	11,8	3,7	1,9	6,5	11,2
May	7,5	1,3	40,5	-2,4	17,1	4,8	14,7	3,3	0,5	6,2	12,5
Jun ^(p)	8,0	0,1	38,7	-2,0	18,8	2,0	20,7	2,8	-0,8	5,5	11,7

C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 III	112,0	87,8	854,7	535,3	4.230,5	1.248,2	814,0	2.168,4
IV	96,4	70,6	866,4	526,2	4.389,0	1.276,8	858,9	2.253,3
2008 Ene	101,7	75,7	901,8	559,3	4.460,8	1.294,7	878,9	2.287,2
Feb	102,7	76,7	902,1	559,6	4.497,9	1.307,2	887,9	2.302,9
Mar	104,2	79,0	943,7	596,8	4.545,8	1.327,1	898,3	2.320,4
Abr	102,3	76,4	967,3	618,2	4.590,8	1.337,8	904,2	2.348,8
May	105,8	80,2	987,6	632,7	4.618,6	1.338,3	910,8	2.369,5
Jun ^(p)	103,6	79,3	995,5	623,5	4.668,6	1.365,1	925,3	2.378,2
Operaciones								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,2	113,4	556,3	145,0	155,7	255,6
2008 I	8,0	8,6	79,7	71,7	137,1	48,0	36,2	52,9
II ^(p)	-0,6	0,3	50,6	25,3	130,6	40,7	30,6	59,3
2008 Ene	5,3	5,2	32,4	30,5	44,1	10,9	14,2	18,9
Feb	1,1	1,0	2,0	1,7	39,6	13,5	10,1	15,9
Mar	1,6	2,4	45,3	39,5	53,5	23,6	11,8	18,0
Abr	-1,9	-2,7	21,1	19,1	49,4	12,4	8,5	28,6
May	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	6,9	20,9
Jun ^(p)	-2,2	-0,9	9,4	-8,2	52,6	27,6	15,2	9,8
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 Sep	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
Dic	16,9	28,5	25,0	26,9	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 Ene	2,2	5,4	26,6	28,5	14,4	12,2	22,7	12,8
Feb	6,4	9,9	23,1	23,1	14,8	13,0	22,8	12,9
Mar	6,3	10,8	24,0	24,4	14,9	13,8	22,3	12,9
Abr	-2,7	-3,4	23,1	24,5	14,9	13,1	21,8	13,4
May	-2,5	-2,2	26,6	30,0	14,2	12,5	19,9	13,1
Jun ^(p)	-5,8	-4,6	25,5	25,6	13,6	11,9	19,9	12,3

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

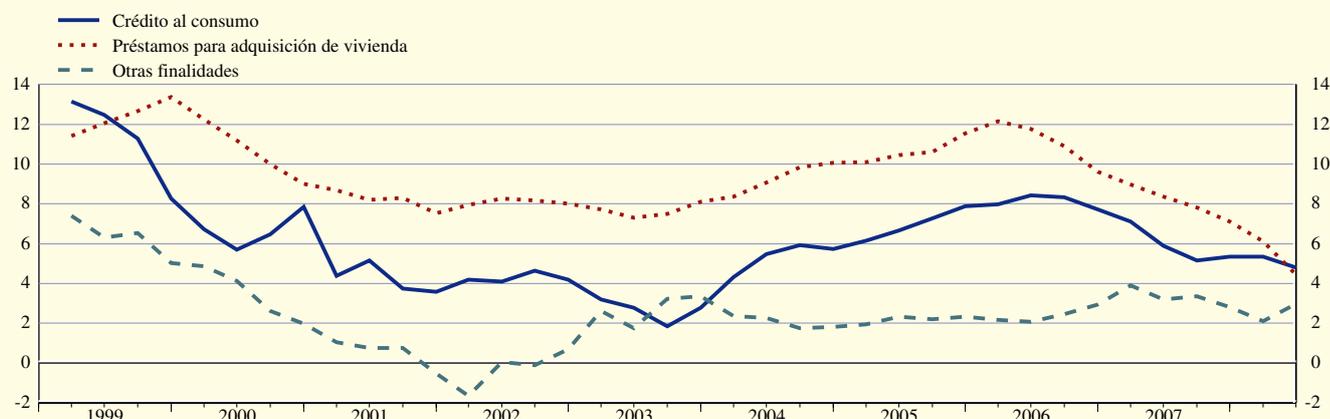
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 III	4.750,8	607,3	134,1	203,1	270,1	3.390,9	16,1	73,4	3.301,4	752,7	146,6	104,2	501,9
IV	4.808,1	617,9	137,6	203,7	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 Ene	4.835,4	619,4	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,5	758,9	146,7	104,8	507,3
Feb	4.851,7	619,0	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,2	761,2	145,4	105,7	510,1
Mar	4.861,0	623,9	136,5	203,0	284,4	3.476,3	16,1	73,3	3.387,0	760,7	147,0	105,3	508,5
Abr	4.871,0	627,9	136,1	204,6	287,2	3.484,6	16,1	73,1	3.395,5	758,4	145,6	102,6	510,3
May	4.885,6	628,2	136,3	203,7	288,2	3.498,8	15,8	73,1	3.409,9	758,6	144,4	102,1	512,2
Jun ^(p)	4.891,2	634,9	139,2	205,0	290,7	3.486,4	16,0	73,4	3.397,0	769,9	153,2	102,5	514,2
Operaciones													
2006	345,3	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	280,6	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	20,7	1,7	4,4	14,6
2008 I	37,0	2,3	-1,7	-1,9	5,9	31,4	0,0	-0,7	32,0	3,3	-1,4	0,6	4,0
II ^(p)	34,8	10,9	2,7	2,2	6,0	11,5	-0,1	0,2	11,4	12,4	6,7	-1,7	7,3
2008 Ene	8,6	-1,6	-1,4	-0,9	0,8	11,1	-0,1	-0,2	11,5	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
Feb	17,5	-0,5	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,0	3,3	-1,2	1,0	3,5
Mar	10,9	4,5	0,8	0,5	3,2	5,5	0,3	-0,3	5,5	0,9	1,7	-0,2	-0,6
Abr	12,1	4,3	-0,3	1,7	3,0	8,9	0,0	-0,2	9,1	-1,2	-1,3	-2,1	2,3
May	16,0	0,1	0,2	-0,9	0,7	14,8	-0,2	0,0	15,0	1,2	-1,1	-0,2	2,5
Jun ^(p)	6,6	6,5	2,9	1,4	2,3	-12,2	0,2	0,3	-12,7	12,3	9,2	0,6	2,5
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Sep	6,7	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,8	7,1	4,4	7,9	3,4	1,0	5,3	3,7
Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,3	3,0
2008 Ene	6,0	5,3	2,1	0,6	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,7	0,7	5,1	2,9
Feb	5,9	5,4	3,0	0,2	10,9	6,6	4,5	1,9	6,7	2,8	-0,4	6,0	3,1
Mar	5,4	5,3	3,9	-0,1	10,4	6,1	2,5	2,0	6,2	2,1	-0,2	4,3	2,3
Abr	5,2	5,4	2,6	0,8	10,3	5,9	4,9	1,7	6,0	2,0	-0,2	1,8	2,7
May	4,9	5,0	2,9	-0,3	10,1	5,6	2,3	1,4	5,7	2,0	-0,4	1,3	2,9
Jun ^(p)	4,2	4,8	3,6	-0,2	9,3	4,4	0,0	1,2	4,5	3,0	2,3	0,8	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)}

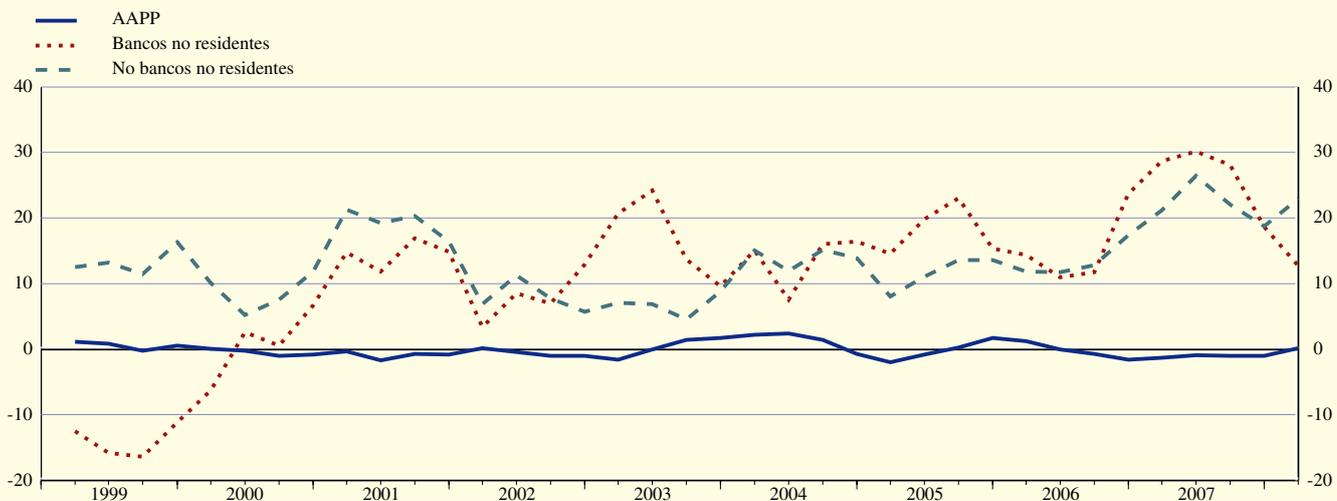
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 II	798,3	95,7	218,8	446,2	37,6	3.286,0	2.334,1	952,0	61,4	890,5
III	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3.302,8	2.354,1	948,7	61,3	887,4
IV	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,9	957,2	59,8	897,4
2008 I ^(p)	958,0	211,2	212,8	504,2	30,1	3.413,4	2.396,4	1.017,0	61,3	955,7
Operaciones										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,0	382,3	159,7	0,3	159,5
2007 II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,0	79,4	55,7	1,8	53,9
III	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,7	19,8	1,2	18,6
IV	8,0	7,0	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,3	33,5	-0,1	33,6
2008 I ^(p)	0,7	-2,7	-4,9	7,9	0,7	215,5	123,5	91,8	2,7	89,1
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 Jun	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,4	-5,2	29,4
Sep	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,1	22,1	-2,0	24,2
Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,2
2008 Mar ^(p)	0,1	1,2	-5,2	3,1	-3,5	15,7	12,8	23,0	9,6	23,9

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)}

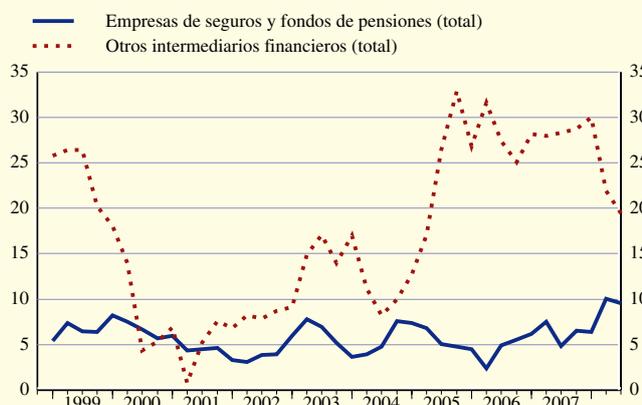
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 III	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.392,9	331,2	305,9	580,9	13,0	0,8	161,1
IV	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 Ene	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.502,1	332,3	339,7	652,4	12,9	0,3	164,5
Feb	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.499,6	315,2	362,4	643,7	11,9	0,3	166,1
Mar	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.526,2	333,2	361,1	648,8	13,2	0,2	169,6
Abr	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1.560,4	312,4	395,6	656,3	14,1	0,2	181,8
May	718,7	69,6	88,8	535,6	1,3	1,6	21,7	1.579,7	321,4	390,8	672,0	12,7	0,2	182,6
Jun ⁴⁾	717,2	73,6	83,7	537,3	1,4	1,6	19,8	1.597,0	331,0	386,4	682,9	12,0	0,2	184,5
Operaciones														
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 I	33,2	10,5	13,9	7,4	0,2	0,2	1,0	59,9	23,0	14,6	-0,7	1,0	-0,1	22,1
II ⁵⁾	-6,0	-8,2	-0,2	4,7	-0,2	0,0	-2,1	67,8	-3,9	25,1	32,9	-1,2	0,0	14,9
2008 Ene	24,0	12,2	6,0	1,4	0,1	0,0	4,4	26,6	18,1	-8,9	-0,2	0,5	-0,1	17,2
Feb	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	2,0	-14,5	23,5	-7,7	-0,9	0,0	1,6
Mar	16,5	9,2	8,2	1,9	0,0	0,0	-2,8	31,3	19,4	0,0	7,2	1,4	0,0	3,3
Abr	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,8	0,8	0,0	12,2
May	-3,7	-5,3	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	17,1	7,1	-4,8	15,5	-1,4	0,0	0,8
Jun ⁵⁾	-1,3	4,0	-5,1	1,6	0,1	0,0	-1,9	18,9	10,1	-4,2	11,7	-0,6	0,0	1,9
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Sep	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,7	20,5	31,1	38,5	29,0	-	12,1
Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 Ene	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,4	8,9	39,0	37,6	24,1	-	21,8
Feb	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	28,5	6,5	48,2	34,5	16,7	-	21,2
Mar	10,0	12,7	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	21,9	6,3	36,5	26,5	17,6	-	13,4
Abr	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	22,9	2,6	44,4	23,9	24,2	-	20,8
May	9,3	6,5	45,6	6,0	-17,9	-	-5,3	21,8	2,6	43,9	22,2	11,5	-	21,5
Jun ⁵⁾	9,6	13,4	42,3	5,6	-11,0	-	3,4	19,5	4,0	35,4	19,8	5,6	-	21,6

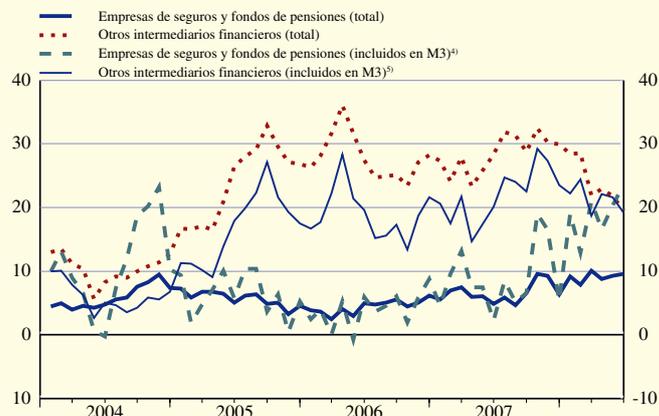
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

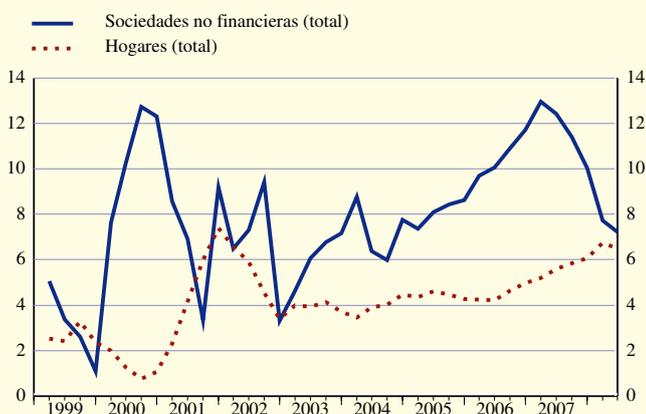
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 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	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 III	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,4	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
IV	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 Ene	1.426,4	840,9	472,3	60,0	29,4	1,6	22,3	5.045,0	1.763,1	1.057,4	558,5	1.462,4	112,0	91,6
Feb	1.440,9	833,3	494,0	60,2	28,6	1,5	23,3	5.053,9	1.747,7	1.084,3	553,3	1.461,6	111,1	95,9
Mar	1.448,4	847,0	488,4	59,8	28,9	1,5	22,9	5.076,5	1.757,2	1.100,4	548,4	1.465,9	109,1	95,6
Abr	1.458,7	837,9	510,2	60,4	27,8	1,4	21,0	5.119,4	1.771,5	1.133,9	543,9	1.464,9	107,8	97,5
May	1.477,5	853,3	512,9	61,2	27,5	1,4	21,3	5.148,2	1.777,9	1.159,3	539,8	1.463,0	106,4	101,8
Jun ^(p)	1.481,7	866,0	502,2	61,7	27,3	1,5	22,9	5.163,0	1.784,0	1.179,5	534,9	1.460,4	105,7	98,5
Operaciones														
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 I	-27,5	-35,5	10,6	0,1	-1,9	-0,1	-0,8	59,2	-26,5	89,2	-14,2	5,1	-2,9	8,5
II ^(p)	33,9	19,4	14,1	2,0	-1,6	-0,1	0,1	87,2	26,6	79,9	-13,4	-5,5	-3,3	2,9
2008 Ene	-54,7	-43,6	-8,2	-0,1	-1,3	0,0	-1,5	26,3	-21,2	45,9	-4,4	1,4	0,0	4,6
Feb	16,6	-6,9	22,9	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,1	-15,2	26,6	-5,1	-0,7	-0,9	4,3
Mar	10,6	15,0	-4,0	-0,3	0,2	0,0	-0,4	23,9	9,8	16,8	-4,7	4,4	-2,0	-0,3
Abr	9,9	-9,2	21,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,9	42,6	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	2,0
May	18,7	15,4	2,6	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
Jun ^(p)	5,3	13,2	-10,0	0,6	-0,2	0,0	1,7	15,9	6,2	21,0	-4,8	-2,7	-0,6	-3,3
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 Sep	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,8	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Ene	9,6	4,3	31,5	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
Feb	10,6	3,2	37,2	-10,6	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,0	-7,4	-2,8	6,2	27,9
Mar	7,7	2,0	29,3	-10,8	-29,0	-1,3	-15,3	6,7	1,4	45,5	-7,6	-2,1	2,7	25,2
Abr	8,6	0,6	34,7	-9,9	-28,5	-5,9	-14,2	7,0	1,1	45,9	-7,4	-1,8	1,2	28,4
May	8,0	1,3	31,0	-8,3	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,3
Jun ^(p)	7,2	0,8	28,3	-6,9	-26,6	-6,6	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8

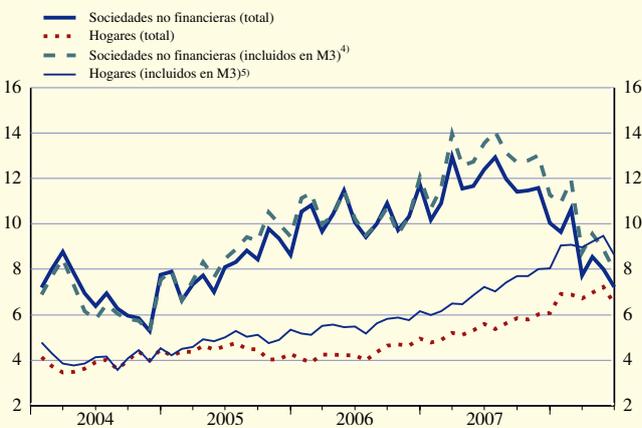
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

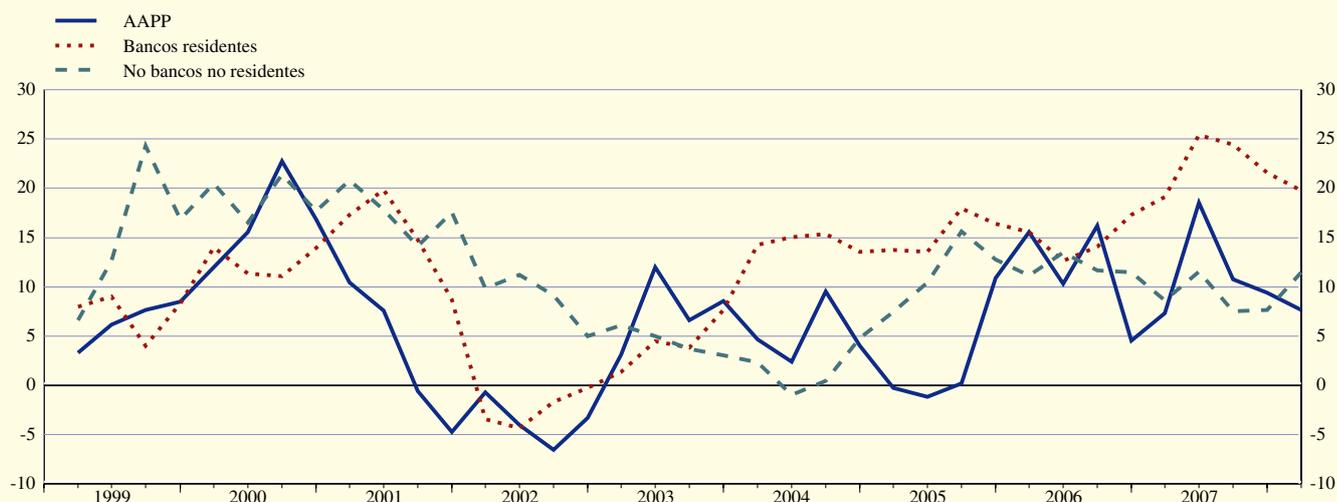
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,4	2.898,6	922,8	137,5	785,3
III	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,0	2.963,4	913,6	145,9	767,7
IV	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3.856,2	2.962,9	893,3	143,4	749,9
2008 I ^(p)	375,9	139,6	49,7	106,7	80,0	4.039,8	3.100,0	939,8	133,2	806,6
Operaciones										
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	548,3	66,3	20,2	46,1
2007 II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,6	136,0	41,6	5,7	35,9
III	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	120,7	9,4	10,8	-1,4
IV	-12,0	-21,9	-1,0	2,8	8,1	50,3	54,3	-4,1	-0,5	-3,5
2008 I ^(p)	2,8	12,4	-9,2	-0,2	-0,2	279,0	227,0	52,1	-6,3	58,4
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Jun	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
Sep	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
Dic	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,6	7,6	15,8	6,2
2008 Mar ^(p)	7,7	-3,7	18,2	12,4	17,8	17,8	19,8	11,4	7,2	12,2

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

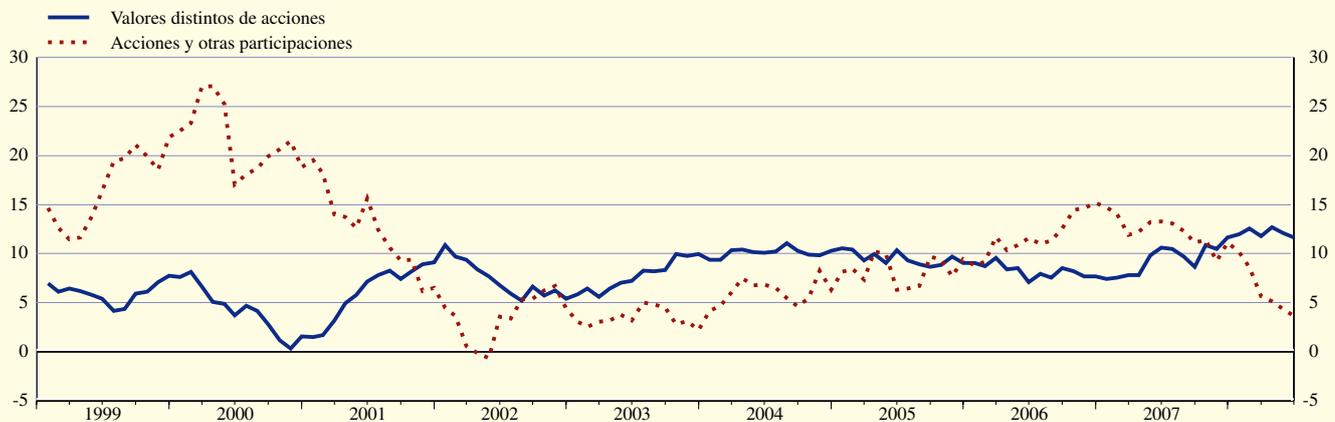
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007 III	4.972,9	1.645,5	82,1	1.199,7	14,7	770,6	35,7	1.224,6	1.572,6	412,8	813,3	346,5
IV	5.113,6	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,3	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,8	343,3
2008 Ene	5.250,9	1.697,1	93,7	1.203,2	17,6	925,1	36,8	1.277,4	1.646,9	433,7	881,9	331,3
Feb	5.313,5	1.727,7	93,4	1.201,7	15,7	949,7	35,4	1.289,8	1.629,0	442,7	860,5	325,8
Mar	5.301,9	1.728,0	87,5	1.200,4	15,4	960,1	45,8	1.264,8	1.606,4	453,2	859,6	293,6
Abr	5.384,0	1.748,1	91,9	1.208,1	16,0	984,9	49,0	1.286,0	1.670,7	458,3	914,1	298,3
May	5.477,8	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.006,9	49,1	1.305,3	1.682,9	477,5	906,7	298,7
Jun ^(p)	5.471,2	1.790,3	98,5	1.202,1	15,2	1.026,5	48,5	1.290,2	1.599,5	458,4	849,8	291,3
Operaciones												
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,7	163,6	51,8	59,7	52,0
2008 I	214,9	58,8	5,5	19,4	-0,6	43,0	14,8	74,1	-17,7	25,7	-8,1	-35,2
II ^(p)	185,5	64,6	11,4	10,1	0,0	68,1	3,3	28,1	8,3	13,9	-2,9	-2,7
2008 Ene	103,4	28,0	7,2	15,1	0,8	5,5	3,3	43,5	16,4	6,9	10,5	-1,0
Feb	80,4	29,8	1,3	-1,6	-1,6	24,8	-0,5	28,2	-14,7	9,0	-20,0	-3,7
Mar	31,1	0,9	-3,0	5,9	0,3	12,6	11,9	2,4	-19,4	9,7	1,4	-30,5
Abr	77,7	19,9	3,8	10,5	0,6	24,9	3,2	14,8	61,7	5,6	52,8	3,3
May	94,7	42,3	7,1	7,0	-1,3	21,3	0,0	18,3	14,2	20,9	-6,8	0,2
Jun ^(p)	13,1	2,4	0,5	-7,4	0,7	21,9	0,1	-5,0	-67,6	-12,6	-48,8	-6,2
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	18,6	13,6	15,2
2007 Sep	8,6	6,3	27,1	-10,0	-5,7	31,7	49,2	21,0	11,1	20,7	2,3	24,4
Dic	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,1	13,9	7,5	17,7
2008 Ene	11,9	8,9	32,7	-6,8	20,0	44,0	32,2	17,8	10,2	13,9	7,6	12,1
Feb	12,6	10,1	26,4	-6,7	8,7	45,2	21,0	18,3	8,6	13,5	6,7	7,3
Mar	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	41,0	52,7	16,1	5,6	15,0	4,3	-2,9
Abr	12,7	9,1	28,4	-2,8	16,2	40,3	59,4	15,7	5,2	13,7	3,9	-2,8
May	12,1	10,6	36,7	-4,8	4,3	38,5	59,6	13,6	4,3	12,6	4,1	-6,1
Jun ^(p)	11,7	10,9	36,5	-4,7	9,8	35,5	62,9	12,1	3,6	17,1	2,6	-10,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,8	-0,8	-2,3	-3,7
2007 IV	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-0,2	-1,1	-1,0
2008 I	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	-0,1	-1,2	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8
2008 Ene	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
Feb	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Mar	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Abr	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-0,6	-0,2
May	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,3	-0,2
Jun ^(p)	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,4	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2007 IV	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 I	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
2008 Ene	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
Feb	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
Mar	-1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-0,1
Abr	-3,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,0	0,0	0,1
May	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Jun ^(p)	-1,2	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	13,6	3,2	9,6	0,8
2007 IV	-4,0	-1,0	0,0	0,9	-0,1	-0,4	-0,2	-3,2	0,3	2,7	0,0	-2,4
2008 I	-20,3	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-10,2	-22,3	-1,3	-13,0	-7,9
2008 Ene	-7,7	-3,4	0,0	2,6	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-15,8	-2,1	-9,2	-4,4
Feb	-3,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-3,1	-3,2	0,0	-1,4	-1,8
Mar	-9,0	-1,4	-0,1	-2,2	-0,2	-1,5	-0,2	-3,4	-3,3	0,7	-2,4	-1,6
Abr	-2,7	0,5	0,0	-2,5	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	3,6	0,7	1,4	1,4
May	-2,7	-0,3	0,0	-2,5	0,0	0,7	0,0	-0,6	-2,0	-1,6	-0,5	0,2
Jun ^(p)	-10,2	-2,4	-0,1	-3,1	0,0	-2,2	-0,1	-2,3	-11,4	-2,2	-8,1	-1,2

Fuente: BCE.

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

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

3) 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 II	5.573,0	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,3	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
III	5.700,7	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
IV	6.089,4	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 I ^(p)	6.148,9	91,8	8,2	4,8	0,5	1,3	1,0	9.150,3	96,4	3,6	2,1	0,4	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 II	2.898,6	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
III	2.963,4	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
IV	2.962,9	46,7	53,3	33,7	2,9	2,5	11,0	893,3	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2008 I ^(p)	3.100,0	48,0	52,0	33,3	2,9	2,7	10,1	939,8	52,3	47,7	32,0	1,4	1,5	8,9

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 II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
III	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
IV	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I ^(p)	4.993,3	82,1	17,9	8,8	1,7	1,9	3,3

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	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 II	5.264,9	-	-	-	-	-	10.509,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
III	5.433,3	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV	5.789,0	-	-	-	-	-	11.116,0	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 I ^(p)	5.837,0	-	-	-	-	-	11.412,6	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	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 II	2.334,1	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III	2.354,1	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
IV	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,2	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 I ^(p)	2.396,4	48,1	51,9	28,7	2,6	2,6	12,1	1.017,0	43,1	56,9	39,3	1,3	4,2	7,6

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	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 II	1.716,7	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.044,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.020,7	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV	1.737,0	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.143,9	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I ^(p)	1.815,4	95,2	4,8	2,6	0,3	0,3	1,4	2.221,7	97,2	2,8	1,8	0,3	0,1	0,4
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 II	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	666,8	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III	573,8	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,7	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
IV	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 I ^(p)	633,5	51,2	48,8	29,8	0,8	0,5	14,4	630,9	37,7	62,3	37,5	5,0	0,8	11,7

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 IV	5.552,3	320,9	2.005,6	170,7	1.834,9	2.024,9	670,9	185,8	344,3
2007 I	5.714,1	332,6	2.031,4	181,0	1.850,4	2.071,8	719,1	186,6	372,7
II	5.989,4	346,5	2.043,5	192,9	1.850,7	2.219,0	784,4	179,7	416,4
III	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
IV	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 I ^(p)	5.150,8	367,0	1.855,5	164,5	1.690,9	1.664,1	716,2	197,1	350,8

2. Pasivo

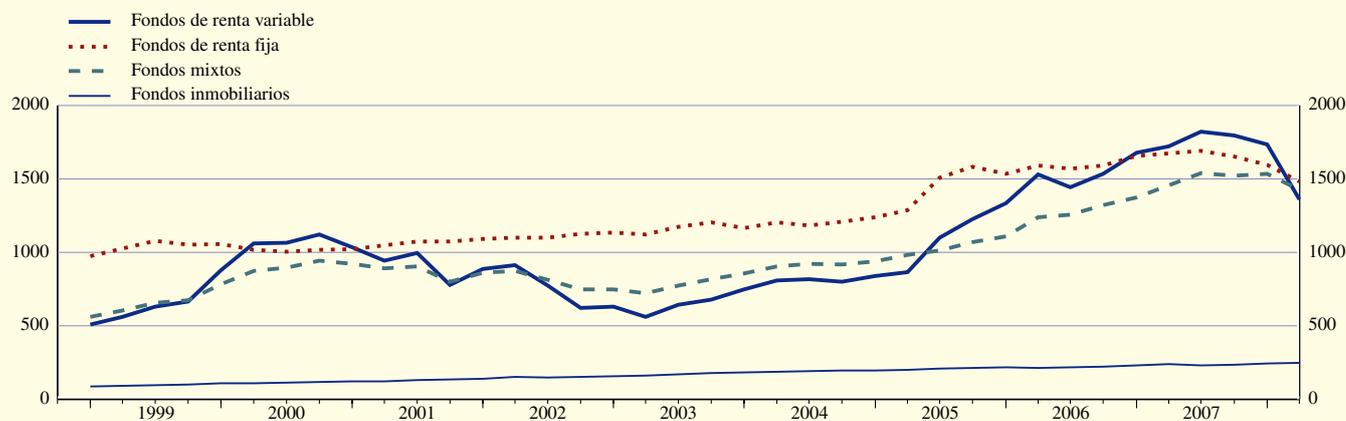
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2006 IV	5.552,3	76,6	5.218,7	257,1
2007 I	5.714,1	80,9	5.350,8	282,5
II	5.989,4	84,3	5.587,7	317,4
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I ^(p)	5.150,8	76,2	4.835,6	238,9

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2006 IV	5.552,3	1.681,6	1.656,3	1.376,5	231,8	606,2	4.252,7	1.299,6
2007 I	5.714,1	1.724,1	1.674,1	1.459,8	238,5	617,7	4.373,2	1.341,0
II	5.989,4	1.825,7	1.692,2	1.539,7	230,8	701,0	4.577,1	1.412,4
III	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
IV	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 I ^(p)	5.150,8	1.361,3	1.483,5	1.427,7	249,6	628,7	3.779,1	1.371,6

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 IV	1.681,6	56,2	66,0	22,7	43,3	1.429,9	74,5	-	54,9
2007 I	1.724,1	59,4	65,8	25,7	40,0	1.461,7	78,6	-	58,6
II	1.825,7	61,1	67,9	27,4	40,5	1.546,6	84,2	-	65,9
III	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
IV	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 I ^(p)	1.361,3	51,0	63,0	21,3	41,7	1.129,9	65,7	-	51,6
Fondos de renta fija									
2006 IV	1.656,3	108,3	1.342,9	91,1	1.251,8	45,4	49,8	-	109,9
2007 I	1.674,1	112,3	1.355,7	95,1	1.260,6	44,5	52,5	-	109,0
II	1.692,2	114,9	1.345,5	99,5	1.246,0	62,8	55,8	-	113,2
III	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
IV	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 I ^(p)	1.483,5	124,8	1.167,8	80,2	1.087,6	56,8	45,4	-	88,6
Fondos mixtos									
2006 IV	1.376,5	71,0	519,8	43,5	476,3	364,3	292,9	0,4	128,2
2007 I	1.459,8	73,8	530,9	45,5	485,4	380,9	322,3	0,3	151,5
II	1.539,7	84,0	529,5	50,2	479,3	399,0	346,5	0,9	179,8
III	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
IV	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 I ^(p)	1.427,7	97,8	527,8	46,5	481,3	338,8	313,9	1,2	148,1
Fondos inmobiliarios									
2006 IV	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	4,3	7,0	184,9	11,9
2007 I	238,5	18,9	6,7	1,9	4,8	4,6	9,6	186,1	12,6
II	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
III	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
IV	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 I ^(p)	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2006 IV	4.252,7	265,6	1.402,2	1.653,0	498,4	153,1	280,6
2007 I	4.373,2	274,4	1.420,5	1.696,3	529,1	153,3	299,5
II	4.577,1	281,1	1.431,2	1.819,5	576,6	145,0	323,7
III	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
IV	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 I ^(p)	3.779,1	279,1	1.218,4	1.360,8	513,6	154,1	253,2
Fondos de inversores especiales							
2006 IV	1.299,6	55,3	603,4	371,9	172,6	32,7	63,7
2007 I	1.341,0	58,2	610,9	375,5	189,9	33,3	73,2
II	1.412,4	65,4	612,4	399,5	207,8	34,7	92,7
III	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
IV	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 I ^(p)	1.371,6	87,9	637,1	303,3	202,6	43,0	97,6

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
2008 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						500,7
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-4,4
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.038,7	105,0	659,7	55,0	219,0	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	23,4	3,2	12,9	3,7	3,6	
Consumo de capital fijo	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	800,5	52,8	280,4	401,4	65,9	144,1
Intereses	514,2	50,7	86,0	311,7	65,8	85,7
Otra renta de la propiedad	286,2	2,1	194,4	89,6	0,1	58,3
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	235,9	200,8	26,8	8,1	0,3	1,3
Cotizaciones sociales	393,7	393,7				0,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	395,6	1,4	16,0	26,5	351,7	0,7
Otras transferencias corrientes	192,9	70,1	25,6	47,0	50,2	9,7
Primas netas de seguros no vida	44,8	32,6	10,5	1,0	0,7	1,4
Indemnizaciones de seguros no vida	45,0			45,0		0,7
Otras	103,0	37,4	15,0	1,1	49,5	7,6
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.718,8	1.282,5			436,4	
Gasto en consumo individual	1.549,2	1.282,5			266,7	
Gasto en consumo colectivo	169,6				169,6	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,7	0,0	1,9	12,8	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	516,3	162,4	296,4	12,0	45,5	
Formación bruta de capital fijo	483,0	160,0	265,9	12,0	45,0	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	33,3	2,4	30,4	0,0	0,4	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,0	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,0
Transferencias de capital	35,4	7,4	1,6	1,3	25,2	9,1
Impuestos sobre el capital	5,5	5,3	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,9	2,1	1,3	1,3	25,2	9,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-16,7	33,1	-31,0	30,5	-49,3	16,7
Discrepancia estadística	0,0	8,3	-8,3	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
2008 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						496,3
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.995,0	495,6	1.138,3	96,9	264,2	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	244,5					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.239,5					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Remuneración de los asalariados	1.041,2	1.041,2				2,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	267,2				267,2	0,7
Renta de la propiedad	802,2	261,9	106,4	415,5	18,5	142,4
Intereses	499,0	78,2	46,7	367,1	7,1	100,9
Otra renta de la propiedad	303,2	183,7	59,6	48,4	11,4	41,4
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	236,7				236,7	0,5
Cotizaciones sociales	393,3	1,0	18,0	39,1	335,1	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	393,2	393,2				3,2
Otras transferencias corrientes	164,2	88,8	12,0	46,1	17,4	38,4
Primas netas de seguros no vida	45,0			45,0		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	44,2	35,1	8,2	0,7	0,3	1,5
Otras	74,9	53,7	3,8	0,4	17,1	35,7
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,8	14,8				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	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	41,5	15,5	16,1	0,9	9,1	2,9
Impuestos sobre el capital	5,5				5,5	0,0
Otras transferencias de capital	36,0	15,5	16,1	0,9	3,6	2,9
<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
2008 I								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.664,5	14.877,4	22.398,3	10.217,1	6.229,4	2.911,7	15.161,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				205,6				
Efectivo y depósitos		5.695,7	1.767,4	2.478,4	1.533,3	799,4	534,2	4.008,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		48,9	130,7	117,8	297,4	260,7	40,2	771,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.300,7	211,9	3.671,0	1.919,4	1.960,6	225,7	2.458,4
Préstamos		40,3	2.113,1	12.173,6	1.490,0	337,8	379,4	1.677,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		23,9	1.201,2	9.239,0	1.166,0	295,0	329,5	.
Acciones y otras participaciones		5.064,4	7.774,3	1.897,5	4.779,0	2.397,2	1.175,3	5.429,8
Acciones cotizadas		1.137,1	1.939,6	725,1	2.509,0	846,2	441,7	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.320,2	5.474,7	909,5	1.562,4	467,3	585,0	.
Participaciones en fondos de inversión		1.607,0	360,0	262,8	707,6	1.083,6	148,6	.
Reservas técnicas de seguro		5.212,4	134,2	2,0	0,0	148,0	3,3	230,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		302,2	2.745,7	1.852,5	198,0	325,7	553,6	584,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		114,8	144,6	759,1	-10,0	107,6	15,1	489,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,9				0,9
Efectivo y depósitos		53,5	-29,3	119,7	74,8	29,0	31,3	286,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		12,5	23,8	12,3	52,4	4,4	-11,9	6,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		32,1	-34,3	157,1	-100,3	25,6	-4,1	67,8
Préstamos		-0,3	18,2	354,4	24,3	24,6	-13,1	33,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,4	18,3	159,7	14,9	2,3	-0,3	.
Acciones y otras participaciones		-61,9	127,5	-22,9	-69,5	23,1	6,9	81,2
Acciones cotizadas		-22,8	51,2	-16,8	-76,5	8,3	-0,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-4,3	74,5	7,0	13,7	2,9	0,1	.
Participaciones en fondos de inversión		-34,8	1,9	-13,0	-6,8	11,9	6,9	.
Reservas técnicas de seguro		57,2	3,0	0,0	0,0	-1,4	0,0	5,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		21,8	35,6	139,5	8,3	2,3	6,0	7,2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-551,1	-712,3	-399,7	-494,8	-143,8	-98,6	-615,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				8,0				
Efectivo y depósitos		1,6	-2,2	-89,7	-23,4	1,4	-5,2	-116,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-3,6	-12,0	0,3	-8,9	3,1	0,0	-12,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		-1,4	24,8	-67,3	-20,2	3,6	1,2	-16,8
Préstamos		0,6	-4,1	-73,0	19,9	-5,1	0,2	-9,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,4	-1,6	-43,6	22,3	0,9	0,1	.
Acciones y otras participaciones		-506,4	-737,0	-74,3	-455,2	-147,7	-89,1	-431,1
Acciones cotizadas		-191,7	-224,1	-71,4	-323,1	-75,6	-81,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-228,9	-498,2	1,4	-77,2	-30,4	2,8	.
Participaciones en fondos de inversión		-85,8	-14,8	-4,4	-54,9	-41,8	-10,8	.
Reservas técnicas de seguro		-44,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		3,0	18,2	-103,7	-7,1	1,1	-5,7	-29,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.228,2	14.309,7	22.757,7	9.712,3	6.193,2	2.828,3	15.034,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				212,8				
Efectivo y depósitos		5.750,8	1.735,9	2.508,4	1.584,7	829,8	560,4	4.178,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		57,8	142,5	130,3	340,9	268,1	28,2	765,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.331,4	202,4	3.760,8	1.799,0	1.989,8	222,9	2.509,4
Préstamos		40,5	2.127,3	12.454,9	1.534,3	357,3	366,5	1.702,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		23,9	1.217,9	9.355,1	1.203,2	298,2	329,3	.
Acciones y otras participaciones		4.496,0	7.164,8	1.800,2	4.254,3	2.272,5	1.093,1	5.079,9
Acciones cotizadas		922,6	1.766,7	636,9	2.109,5	779,0	360,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.087,0	5.051,0	918,0	1.498,9	439,9	587,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.486,5	347,1	245,4	645,9	1.053,7	144,7	.
Reservas técnicas de seguro		5.224,8	137,2	2,0	0,0	146,5	3,3	236,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		326,9	2.799,5	1.888,3	199,1	329,2	553,8	561,9
<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
2008 I								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.919,1	24.006,2	22.379,7	10.119,9	6.431,2	6.798,0	13.600,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			24,9	13.780,5	88,7	4,5	253,0	2.665,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			277,4	448,9	87,4	0,6	611,3	241,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			451,8	2.729,3	1.624,2	26,8	4.344,7	2.571,1
Préstamos		5.345,7	7.175,1		1.570,2	166,1	1.180,3	2.774,6
de los cuales, a largo plazo		5.028,5	4.930,2		782,9	65,8	1.039,9	.
Acciones y otras participaciones			13.261,9	3.141,4	6.564,7	666,4	3,6	4.879,4
Acciones cotizadas			4.972,8	1.009,5	263,6	277,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.289,1	1.097,1	975,9	388,4	3,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.034,9	5.325,2			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	334,8	53,7	0,6	5.308,2	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			540,3	2.226,0	184,1	258,6	404,5	468,3
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.355,8	11.745,4	-9.128,8	18,6	97,1	-201,9	-3.886,3	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		73,5	183,8	735,6	-4,9	95,5	64,4	472,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	443,9	1,9	-0,1	-15,3	134,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			12,3	-19,5	-1,7	0,0	47,5	61,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			-0,2	28,8	34,8	-0,1	47,3	33,4
Préstamos		38,8	136,0		73,7	12,6	5,9	175,0
de los cuales, a largo plazo		41,4	87,3		14,6	0,2	-17,1	.
Acciones y otras participaciones			41,3	96,8	-99,5	3,3	0,0	42,4
Acciones cotizadas			-1,8	6,6	-1,3	0,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			43,2	-2,8	-9,2	3,2	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				93,0	-89,0			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	2,1	0,5	0,0	61,9	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			34,7	-7,7	185,2	-14,1	18,0	25,6
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-16,7	41,4	-39,3	23,5	-5,1	12,1	-49,3	16,7
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		8,1	-1.332,5	-525,3	-513,5	-102,9	32,5	-590,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,1	-175,2	-3,5	0,0	0,0	-55,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			-0,6	-18,6	10,1	0,0	-0,5	-24,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			-1,2	-31,2	-15,8	-0,8	50,8	-77,9
Préstamos		0,6	15,7		-22,3	0,0	0,0	-64,8
de los cuales, a largo plazo		1,7	19,5		-14,7	0,3	0,0	.
Acciones y otras participaciones			-1.363,4	-208,4	-477,6	-58,4	-0,6	-332,5
Acciones cotizadas			-772,7	-159,2	-33,6	-33,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-590,7	-77,9	-21,2	-25,2	-0,6	.
Participaciones en fondos de inversión				28,7	-422,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,6	0,4	0,0	-45,6	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			7,4	16,3	-92,4	1,9	-17,2	-35,8
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	33,4	-559,1	620,3	125,6	18,7	-40,9	-131,1	-25,4
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.000,6	22.857,5	22.590,0	9.601,6	6.423,9	6.894,9	13.482,7
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,0	14.049,2	87,1	4,4	237,7	2.745,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			289,1	410,7	95,9	0,6	658,2	278,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			450,4	2.727,0	1.643,2	25,9	4.442,8	2.526,6
Préstamos		5.385,1	7.326,7		1.621,6	178,7	1.186,3	2.884,8
de los cuales, a largo plazo		5.071,5	5.037,0		782,7	66,3	1.022,9	.
Acciones y otras participaciones			11.939,9	3.029,8	5.987,6	611,3	3,0	4.589,3
Acciones cotizadas			4.198,3	856,9	228,6	244,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.741,5	1.016,3	945,6	366,4	3,0	.
Participaciones en fondos de inversión				1.156,6	4.813,4			.
Reservas técnicas de seguro		33,1	337,4	54,6	0,6	5.324,5	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			582,4	2.318,8	165,5	278,5	366,4	458,0
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.339,1	11.227,6	-8.547,9	167,7	110,7	-230,6	-4.066,6	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2004	2005	2005	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.779,8	3.889,7	4.046,4	4.089,8	4.132,2	4.172,5	4.222,4	4.267,7
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	121,4	129,5	128,8	131,2	133,4	134,1	135,5	135,2
Consumo de capital fijo	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
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	2.343,5	2.565,1	2.958,2	3.058,1	3.186,4	3.274,8	3.364,5	3.432,6
Intereses	1.246,1	1.336,9	1.618,5	1.699,7	1.781,6	1.857,9	1.937,7	1.999,1
Otra renta de la propiedad	1.097,4	1.228,1	1.339,7	1.358,4	1.404,9	1.416,9	1.426,8	1.433,5
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	883,7	933,5	1.024,5	1.037,7	1.060,2	1.084,9	1.108,3	1.122,2
Cotizaciones sociales	1.429,6	1.472,1	1.536,6	1.549,5	1.563,2	1.575,2	1.590,8	1.606,9
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.455,9	1.499,3	1.548,4	1.556,6	1.565,4	1.575,3	1.591,4	1.602,7
Otras transferencias corrientes	685,2	707,7	714,1	718,8	725,6	729,2	737,0	744,8
Primas netas de seguros no vida	175,8	175,8	175,5	176,7	178,1	178,8	179,8	180,0
Derechos de seguros no vida	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Otras	333,0	355,0	363,0	365,0	369,1	371,5	377,5	385,0
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.091,0	6.329,2	6.588,9	6.645,6	6.700,6	6.759,8	6.825,9	6.893,2
Gasto en consumo individual	5.440,7	5.661,1	5.906,1	5.957,3	6.008,1	6.061,1	6.120,6	6.181,9
Gasto en consumo colectivo	650,3	668,2	682,8	688,3	692,5	698,7	705,3	711,3
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	57,3	60,1	62,1	62,1	60,2	60,5	60,9	61,9
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.611,4	1.707,9	1.849,7	1.891,9	1.923,1	1.952,9	1.986,0	2.006,8
Formación bruta de capital fijo	1.602,1	1.696,5	1.826,2	1.871,2	1.904,5	1.932,8	1.960,7	1.978,8
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	9,3	11,4	23,4	20,6	18,6	20,0	25,3	28,0
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1,2	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Transferencias de capital	172,9	180,6	174,3	173,2	170,7	169,6	160,3	159,6
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Otras transferencias de capital	143,0	156,2	152,0	150,2	147,3	145,5	136,3	136,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	51,8	2,8	-17,4	-3,8	11,2	27,6	29,9	17,0

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	2004	2005	2006	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.019,3	7.262,4	7.575,5	7.670,1	7.764,2	7.859,3	7.951,0	8.029,2
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	799,8	842,5	910,1	926,4	937,0	947,1	953,7	955,9
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.819,1	8.104,9	8.485,6	8.596,5	8.701,2	8.806,4	8.904,7	8.985,1
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	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
Remuneración de los asalariados	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	934,9	983,7	1.050,2	1.067,2	1.079,9	1.090,0	1.098,0	1.098,9
Renta de la propiedad	2.318,0	2.557,2	2.952,9	3.052,4	3.176,9	3.266,9	3.361,0	3.429,4
Intereses	1.215,0	1.309,4	1.587,3	1.667,5	1.751,3	1.825,6	1.903,2	1.957,9
Otra renta de la propiedad	1.102,9	1.247,8	1.365,6	1.384,9	1.425,6	1.441,3	1.457,9	1.471,5
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	886,8	937,1	1.029,2	1.042,8	1.067,0	1.092,3	1.115,6	1.129,2
Cotizaciones sociales	1.428,8	1.471,5	1.536,0	1.549,0	1.562,5	1.574,5	1.590,2	1.606,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.448,4	1.491,7	1.540,5	1.548,4	1.557,0	1.566,6	1.582,7	1.593,7
Otras transferencias corrientes	612,4	623,9	626,4	631,5	637,9	641,2	647,2	650,7
Primas netas de seguros no vida	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Derechos de seguros no vida	173,6	174,5	173,0	174,3	175,9	176,6	177,5	177,6
Otras	262,3	272,5	277,7	280,1	283,6	285,7	290,1	293,3
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
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	57,5	60,4	62,4	62,4	60,5	60,7	61,2	62,1
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	189,5	194,3	189,6	191,0	187,9	185,9	177,1	176,9
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Otras transferencias de capital	159,6	169,9	167,3	168,1	164,5	161,9	153,1	153,3
<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)

	2004	2005	2006	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.285,1	1.334,4	1.408,7	1.431,2	1.454,6	1.477,1	1.494,6	1.513,8
Intereses, recursos (+)	230,7	228,3	263,7	272,8	281,3	289,9	300,2	307,5
Intereses, empleos (-)	125,3	129,8	162,3	172,1	182,4	190,6	199,2	204,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	651,5	697,9	740,5	745,8	758,3	761,6	766,4	767,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	706,5	739,2	791,8	800,1	813,9	830,7	850,4	863,1
Cotizaciones sociales netas (-)	1.425,9	1.468,1	1.532,5	1.545,3	1.559,0	1.570,9	1.586,6	1.602,6
Prestaciones sociales netas (+)	1.443,5	1.486,5	1.535,0	1.542,9	1.551,4	1.560,9	1.577,0	1.588,1
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	67,6	65,3	67,3	67,9	68,2	69,3	69,2
= Renta disponible bruta	5.195,7	5.363,3	5.569,2	5.628,6	5.686,8	5.734,4	5.790,1	5.840,7
Gasto en consumo final (-)	4.496,8	4.670,2	4.864,9	4.904,7	4.946,7	4.989,1	5.036,4	5.089,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	57,1	60,0	62,0	62,0	60,3	60,6	61,2	62,2
= Ahorro bruto	756,0	753,1	766,3	785,9	800,4	805,9	814,9	813,8
Consumo de capital fijo (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Transferencias de capital netas (+)	18,5	24,4	26,2	25,4	22,7	19,9	14,3	12,7
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	301,6	542,9	508,7	420,1	643,6	259,2	-38,2	-776,6
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	525,7	559,3	614,6	630,5	641,5	648,1	652,7	654,4
Consumo de capital fijo (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	214,8	207,4	306,3	347,8	379,8	394,5	420,3	447,0
Efectivo y depósitos	213,0	247,9	283,8	293,2	316,9	328,3	348,0	381,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,5	41,3
Valores distintos de acciones ²⁾	8,2	-20,3	21,8	28,9	18,2	21,9	28,8	23,7
Activos a largo plazo	343,6	432,8	328,7	281,8	237,8	194,5	178,8	107,9
Depósitos	29,8	-8,4	5,1	-10,9	-22,7	-31,5	-34,6	-31,6
Valores distintos de acciones	64,0	7,8	71,6	54,9	41,9	14,2	32,7	49,9
Acciones y otras participaciones	-2,6	139,4	-39,0	-44,3	-63,2	-59,1	-75,0	-143,6
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-10,5	67,3	-8,8	16,8	9,3	22,3	9,4	-26,9
Participaciones en fondos de inversión	7,9	72,2	-30,2	-61,1	-72,5	-81,4	-84,4	-116,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	252,5	294,0	291,0	282,1	281,8	270,8	255,8	233,2
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	309,1	393,1	391,2	384,8	366,0	361,9	343,8	303,8
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	280,8	372,8	348,3	340,1	317,4	303,2	283,1	249,7
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	255,9	478,0	475,2	383,2	599,7	232,9	-56,9	-723,9
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	49,2	102,9	56,8	39,2	65,9	32,1	14,8	-32,4
Otros flujos netos (+)	-4,2	-66,9	-89,3	-66,3	-92,0	-55,3	-74,9	-99,5
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.275,6	4.493,6	4.754,1	4.831,2	4.970,9	5.017,6	5.206,7	5.363,6
Efectivo y depósitos	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,7	4.935,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7	359,3
Valores distintos de acciones ²⁾	35,6	16,4	35,8	52,9	52,6	59,4	58,2	69,1
Activos a largo plazo	9.775,0	10.800,9	11.690,6	11.903,1	12.016,4	11.842,3	11.771,6	11.148,2
Depósitos	865,9	910,7	918,4	893,1	882,9	880,3	851,0	815,7
Valores distintos de acciones	1.251,0	1.224,4	1.283,0	1.293,8	1.258,9	1.263,3	1.291,3	1.320,0
Acciones y otras participaciones	3.804,6	4.415,3	4.891,0	5.041,1	5.110,4	4.886,8	4.760,7	4.136,7
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.644,4	3.105,4	3.520,7	3.673,7	3.733,5	3.547,9	3.457,3	3.009,6
Participaciones en fondos de inversión	1.160,3	1.309,9	1.370,3	1.367,4	1.377,0	1.338,9	1.303,3	1.127,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.853,5	4.250,4	4.598,1	4.675,0	4.764,2	4.811,9	4.868,7	4.875,8
Otros activos netos (+)	249,1	187,0	142,0	153,1	158,1	155,8	112,8	100,9
Pasivos (-)								
Préstamos	4.245,8	4.651,9	5.037,4	5.100,4	5.190,8	5.265,5	5.345,7	5.385,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.629,0	4.708,9	4.769,8	4.827,8	4.861,6
= Riqueza financiera neta	10.053,9	10.829,6	11.549,3	11.787,0	11.954,6	11.750,2	11.745,4	11.227,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2004	2005	2006	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.996,0	4.136,2	4.318,5	4.377,4	4.436,7	4.494,3	4.546,8	4.589,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.386,2	2.456,3	2.558,6	2.587,0	2.617,9	2.646,2	2.678,6	2.710,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	64,5	72,4	74,8	77,3	79,5	80,4	80,7	80,8
= Excedente bruto de explotación (+)	1.545,3	1.607,6	1.685,1	1.713,0	1.739,3	1.767,7	1.787,5	1.798,4
Consumo de capital fijo (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
= Excedente neto de explotación (+)	913,0	945,7	995,5	1.015,9	1.034,9	1.055,7	1.067,4	1.071,1
Renta de la propiedad, recursos (+)	363,8	430,4	482,4	491,3	513,3	522,4	534,6	546,5
Intereses, recursos	122,7	134,2	158,4	164,4	170,7	176,2	181,2	185,1
Otra renta de la propiedad, recursos	241,1	296,2	324,0	326,9	342,6	346,2	353,4	361,4
Intereses y otras rentas, empleos (-)	227,6	235,4	281,1	295,5	309,3	320,7	333,0	342,2
= Renta empresarial neta (+)	1.049,2	1.140,7	1.196,8	1.211,7	1.238,9	1.257,4	1.269,0	1.275,5
Renta distribuida (-)	753,2	843,5	913,8	918,4	938,8	943,4	945,2	952,6
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	136,1	148,8	183,5	187,4	194,1	201,5	205,3	206,3
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,6	72,6	77,3	77,0	73,8	72,1	71,3	70,5
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,5	60,5	62,7	63,0	62,9	63,2	63,3	63,6
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	63,3	63,9	63,3	63,1	60,9	59,5	60,1	59,8
= Ahorro neto	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	215,9	246,6	290,6	304,4	315,3	326,6	344,1	352,2
Formación bruta de capital fijo (+)	842,8	896,9	959,7	984,7	1.005,5	1.023,3	1.043,0	1.054,3
Consumo de capital fijo (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	5,3	11,6	20,6	16,7	14,2	15,3	21,2	25,2
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	103,1	127,1	153,8	186,1	202,9	176,4	174,3	161,6
Efectivo y depósitos	88,9	112,9	144,5	163,1	163,4	157,6	148,3	116,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,8	-10,8
Valores distintos de acciones ¹⁾	-2,3	5,6	5,6	3,4	16,0	28,0	44,9	56,1
Activos a largo plazo	210,6	382,9	383,1	388,7	417,8	450,0	442,5	424,0
Depósitos	3,1	35,5	23,2	28,0	38,8	24,0	21,2	-5,7
Valores distintos de acciones	-52,9	-32,1	-22,1	-29,2	-44,0	-46,1	-70,7	-85,7
Acciones y otras participaciones	179,7	239,0	201,5	195,1	210,4	242,7	290,0	347,3
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	80,6	140,6	180,5	194,8	212,5	229,4	202,2	168,0
Otros activos netos (+)	75,7	89,4	207,3	176,2	162,8	207,6	205,2	185,4
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	230,2	422,6	688,7	677,0	709,9	764,1	792,0	787,6
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	172,4	278,0	449,8	444,8	484,2	522,4	559,5	591,3
de la cual, valores distintos de acciones	7,1	11,5	39,2	38,7	54,1	37,9	48,4	51,6
Acciones y otras participaciones	201,4	266,7	225,5	248,1	257,3	258,3	235,3	197,4
Acciones cotizadas	11,7	100,6	39,6	58,9	77,0	82,7	45,0	23,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	189,7	166,1	185,9	189,2	180,3	175,6	190,3	173,7
Transferencias netas de capital, recursos (-)	64,1	60,1	69,9	73,4	73,4	74,0	73,3	75,4
= Ahorro neto	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.376,1	1.508,2	1.651,1	1.689,5	1.741,6	1.756,8	1.823,8	1.839,5
Efectivo y depósitos	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,7	1.405,0	1.429,0	1.499,7	1.478,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3	183,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	109,8	111,3	108,4	120,7	131,4	142,0	161,8	177,0
Activos a largo plazo	7.219,6	8.214,4	9.430,4	9.791,3	10.165,3	10.087,0	10.173,7	9.533,4
Depósitos	141,0	191,1	216,5	268,1	277,5	268,2	267,7	257,0
Valores distintos de acciones	330,7	282,9	260,2	237,6	228,4	197,1	180,9	168,0
Acciones y otras participaciones	5.209,7	6.061,2	7.078,4	7.325,4	7.641,7	7.557,5	7.612,0	6.981,2
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.538,1	1.679,1	1.875,3	1.960,1	2.017,6	2.064,2	2.113,1	2.127,3
Otros activos netos (+)	209,7	256,6	353,4	423,0	405,3	413,7	424,5	472,7
Pasivos								
Deuda	6.340,0	6.809,0	7.472,3	7.634,4	7.890,6	8.047,1	8.239,0	8.403,7
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	3.971,7	4.122,6	4.247,9	4.407,7	4.545,8
de la cual, valores distintos de acciones	650,5	669,3	690,2	695,8	731,9	719,5	729,2	739,5
Acciones y otras participaciones	9.249,0	10.586,4	12.273,8	12.728,8	13.359,1	13.191,7	13.261,9	11.939,9
Acciones cotizadas	2.988,6	3.682,9	4.454,4	4.689,0	5.065,4	4.982,9	4.972,8	4.198,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	6.260,4	6.903,5	7.819,4	8.039,8	8.293,8	8.208,8	8.289,1	7.741,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2004	2005	2006	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	39,8	26,1	51,5	69,8	56,6	49,6	41,8	61,4
Efectivo y depósitos	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8	32,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,0	9,8
Valores distintos de acciones ¹⁾	23,8	18,5	35,4	44,7	50,6	40,4	34,1	19,1
Activos a largo plazo	220,6	285,5	321,4	289,0	282,8	264,1	240,5	231,0
Depósitos	37,5	17,4	66,0	71,7	68,5	67,1	53,5	30,9
Valores distintos de acciones	131,6	131,0	121,4	141,4	154,8	156,8	137,4	113,1
Préstamos	6,3	-2,5	-1,0	-18,1	-16,6	-22,5	-16,9	17,5
Acciones cotizadas	12,8	32,2	22,0	15,7	7,0	5,7	6,7	16,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2,0	21,2	29,0	18,3	18,3	21,6	20,9	30,5
Participaciones en fondos de inversión	30,5	86,2	83,9	60,0	50,7	35,2	38,8	22,3
Otros activos netos (+)	9,0	15,1	21,4	28,2	27,5	33,1	1,2	-29,1
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4	1,2
Préstamos	4,7	19,2	31,1	18,0	23,3	20,7	8,0	12,6
Acciones y otras participaciones	13,6	9,4	8,1	10,8	12,4	10,5	11,7	11,5
Reservas técnicas de seguro	262,6	336,5	337,6	334,8	338,6	323,7	302,6	273,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	231,0	293,6	288,2	279,8	282,9	277,6	266,1	243,7
Reservas para primas y para siniestros	31,6	42,9	49,4	55,0	55,7	46,1	36,5	29,4
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-9,8	-38,0	12,3	18,3	-11,3	-11,4	-40,3	-35,3
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	110,0	179,7	164,4	119,1	238,0	129,6	14,0	-166,2
Otros activos netos	141,8	72,0	-40,0	-50,3	-71,0	-107,9	-51,7	-15,8
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	21,2	122,0	45,9	32,9	96,7	14,8	-22,5	-93,0
Reservas técnicas de seguro	84,3	135,7	57,4	44,2	71,6	35,6	27,5	-24,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	64,4	144,1	58,2	42,8	69,3	35,1	13,4	-36,8
Reservas para primas y para siniestros	19,9	-8,4	-0,8	1,4	2,2	0,5	14,1	12,3
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	146,3	-6,1	21,1	-8,3	-1,3	-28,6	-42,7	-64,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	401,8	432,6	485,1	508,5	514,6	519,1	523,0	569,1
Efectivo y depósitos	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2	190,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2	87,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	195,9	215,6	250,1	269,9	285,9	284,1	281,6	291,0
Activos a largo plazo	4.106,9	4.604,8	5.030,2	5.115,3	5.211,9	5.236,3	5.232,7	5.148,4
Depósitos	499,6	520,3	586,8	612,1	626,4	638,4	636,2	639,0
Valores distintos de acciones	1.622,0	1.778,7	1.846,3	1.881,6	1.889,4	1.929,5	1.939,7	1.966,9
Préstamos	363,6	366,5	360,8	344,9	346,6	342,9	337,8	357,3
Acciones cotizadas	595,4	727,8	831,3	850,5	877,0	864,2	846,2	779,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	334,9	375,9	443,3	443,7	461,8	454,3	467,3	439,9
Participaciones en fondos de inversión	691,4	835,7	961,8	982,4	1.010,9	1.007,0	1.005,4	966,5
Otros activos netos (+)	128,2	170,7	208,6	208,4	206,0	204,1	210,6	192,8
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	22,3	21,3	26,7	27,3	26,6	26,4	27,4	26,5
Préstamos	120,2	132,9	160,7	167,0	177,8	183,3	166,1	178,7
Acciones y otras participaciones	491,7	623,1	677,2	692,9	720,1	685,9	666,4	611,3
Reservas técnicas de seguro	4.110,9	4.583,1	4.978,1	5.075,9	5.175,5	5.234,4	5.308,2	5.324,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.478,5	3.916,1	4.262,5	4.342,0	4.434,0	4.487,3	4.542,0	4.548,9
Reservas para primas y para siniestros	632,5	667,0	715,7	733,8	741,5	747,1	766,2	775,6
= Riqueza financiera neta	-108,2	-152,3	-118,9	-130,8	-167,5	-170,6	-201,9	-230,6

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

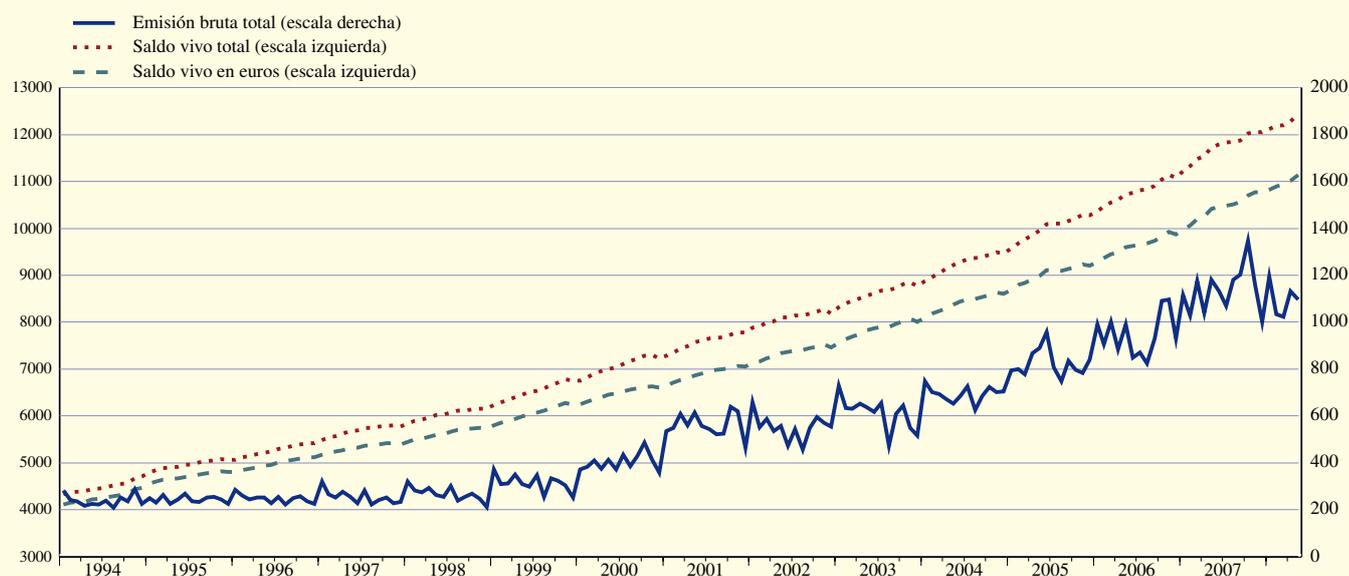
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2007 May	12.405,2	1.217,3	209,4	10.414,7	1.116,1	157,6	11.723,6	1.179,8	178,2	8,9	132,6	9,6
Jun	12.536,9	1.222,2	131,6	10.461,4	1.071,4	46,6	11.786,8	1.131,1	60,5	9,2	54,4	9,6
Jul	12.539,4	1.076,6	1,4	10.488,9	1.004,7	26,6	11.829,0	1.068,7	44,4	9,1	60,1	9,3
Ago	12.567,4	1.184,1	28,2	10.514,8	1.131,9	26,1	11.849,3	1.181,8	26,1	9,1	83,0	9,0
Sep	12.657,9	1.243,6	88,8	10.570,2	1.154,0	53,8	11.876,9	1.201,8	44,1	9,0	55,4	8,0
Oct	12.767,8	1.350,4	108,7	10.701,0	1.278,9	129,8	12.023,5	1.348,0	147,3	9,1	131,5	9,2
Nov	12.857,2	1.176,4	87,6	10.772,6	1.108,1	69,6	12.068,7	1.160,2	64,4	8,6	48,2	7,6
Dic	12.883,4	1.039,6	29,2	10.769,8	958,1	0,2	12.050,0	1.001,1	-17,2	9,0	107,0	8,5
2008 Ene	12.917,4	1.199,4	38,0	10.824,4	1.130,0	58,7	12.118,4	1.195,5	68,1	8,5	20,2	7,7
Feb	12.999,9	1.024,7	82,6	10.897,0	966,2	72,8	12.179,3	1.034,1	75,8	8,0	42,8	7,0
Mar	13.106,0	1.070,4	106,1	10.944,4	966,4	47,3	12.196,9	1.021,7	44,9	7,1	7,0	6,1
Abr	.	.	.	11.010,8	1.067,2	66,5	12.276,1	1.132,0	78,4	7,1	67,3	4,9
May	.	.	.	11.138,3	1.023,2	127,3	12.426,9	1.096,5	141,5	6,7	93,5	5,7
A largo plazo												
2007 May	11.269,7	266,7	185,1	9.407,6	199,7	134,4	10.533,1	226,2	149,4	9,0	105,7	9,1
Jun	11.371,2	261,1	100,1	9.474,3	193,2	65,3	10.615,5	219,9	78,7	8,9	48,5	8,8
Jul	11.396,1	199,0	24,6	9.484,2	162,9	9,6	10.637,4	188,9	23,7	8,8	45,0	8,3
Ago	11.390,1	103,2	-6,6	9.477,1	87,3	-7,6	10.635,2	104,5	-2,7	8,5	50,2	7,6
Sep	11.413,3	157,5	21,9	9.492,4	132,2	14,0	10.623,8	146,6	12,8	8,0	8,2	6,1
Oct	11.490,6	236,9	78,4	9.556,7	200,7	65,6	10.686,6	225,1	72,6	7,7	81,2	6,6
Nov	11.571,7	175,3	79,4	9.617,5	141,7	59,0	10.729,2	156,6	55,8	7,1	36,2	5,2
Dic	11.628,6	197,9	57,5	9.665,4	163,9	48,6	10.764,1	175,2	37,3	7,4	81,7	5,8
2008 Ene	11.627,8	194,3	2,5	9.658,6	166,1	-3,5	10.761,3	189,7	1,5	6,7	11,8	5,2
Feb	11.674,9	181,7	47,0	9.707,8	162,4	49,2	10.803,6	186,5	51,3	6,1	27,6	4,7
Mar	11.710,9	178,5	36,3	9.733,6	144,0	25,9	10.802,2	158,9	22,5	5,3	-1,7	4,5
Abr	.	.	.	9.797,3	206,9	63,9	10.875,8	224,6	69,1	5,5	79,6	4,5
May	.	.	.	9.899,5	222,8	102,2	10.986,2	244,2	108,9	5,1	61,7	4,9

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

(mm de euros)



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

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

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

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

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											
2006	11.088	4.573	1.167	625	4.419	304	11.365	8.396	429	1.114	1.341	85
2007	12.050	5.054	1.476	674	4.531	315	13.630	10.088	552	1.457	1.453	79
2007 II	11.787	4.879	1.314	674	4.612	308	3.351	2.369	123	453	389	17
III	11.877	4.960	1.346	664	4.597	310	3.452	2.604	91	393	346	18
IV	12.050	5.054	1.476	674	4.531	315	3.509	2.663	196	328	302	21
2008 I	12.197	5.095	1.495	678	4.616	313	3.251	2.358	72	316	478	27
2008 Feb	12.179	5.107	1.484	684	4.591	314	1.034	744	33	101	148	8
Mar	12.197	5.095	1.495	678	4.616	313	1.022	727	31	107	149	7
Abr	12.276	5.126	1.521	681	4.636	313	1.132	782	43	121	181	6
May	12.427	5.228	1.539	694	4.650	316	1.097	801	32	120	135	9
	A corto plazo											
2006	1.014	575	16	89	330	4	9.196	7.392	63	1.023	688	31
2007	1.286	787	19	117	357	6	11.349	9.052	65	1.361	832	38
2007 II	1.171	632	12	115	407	5	2.727	2.081	14	412	210	9
III	1.253	715	10	112	410	6	3.012	2.406	11	377	207	11
IV	1.286	787	19	117	357	6	2.953	2.427	22	302	192	9
2008 I	1.395	817	32	128	411	6	2.716	2.100	22	305	278	12
2008 Feb	1.376	818	31	127	392	7	848	649	15	98	82	4
Mar	1.395	817	32	128	411	6	863	659	3	103	95	3
Abr	1.400	817	32	128	417	7	907	680	3	113	107	4
May	1.441	857	32	130	414	8	852	667	3	103	73	6
	Total a largo plazo ¹⁾											
2006	10.075	3.998	1.151	536	4.089	301	2.169	1.004	366	91	654	54
2007	10.764	4.267	1.457	557	4.174	309	2.281	1.036	486	96	621	42
2007 II	10.615	4.247	1.302	558	4.205	304	624	288	108	41	179	8
III	10.624	4.245	1.335	552	4.188	304	440	199	79	16	138	8
IV	10.764	4.267	1.457	557	4.174	309	557	236	174	26	110	11
2008 I	10.802	4.278	1.463	550	4.205	306	535	258	50	11	200	16
2008 Feb	10.804	4.289	1.452	557	4.199	306	187	95	17	4	66	5
Mar	10.802	4.278	1.463	550	4.205	306	159	69	28	4	54	4
Abr	10.876	4.309	1.490	553	4.219	306	225	102	39	8	74	2
May	10.986	4.371	1.507	564	4.236	308	244	134	28	17	62	4
	Del cual: a tipo fijo											
2006	7.058	2.136	545	410	3.731	237	1.294	475	144	57	578	39
2007	7.323	2.274	589	422	3.788	250	1.285	532	117	61	540	36
2007 II	7.318	2.256	584	423	3.811	244	340	132	29	25	147	7
III	7.313	2.254	591	415	3.806	246	263	100	25	8	123	7
IV	7.323	2.274	589	422	3.788	250	278	128	23	19	99	8
2008 I	7.301	2.271	583	413	3.789	246	330	130	13	8	168	10
2008 Feb	7.321	2.282	584	419	3.791	245	120	52	5	3	58	3
Mar	7.301	2.271	583	413	3.789	246	87	30	6	3	44	3
Abr	7.345	2.291	588	416	3.805	245	143	58	10	7	67	1
May	7.418	2.321	591	427	3.832	247	143	63	8	15	54	3
	Del cual: a tipo variable											
2006	2.596	1.512	595	113	312	64	720	408	217	31	49	15
2007	2.986	1.615	850	124	338	58	823	373	360	33	51	6
2007 II	2.836	1.608	705	123	341	59	230	112	78	16	23	1
III	2.856	1.610	728	125	336	57	139	72	52	7	8	1
IV	2.986	1.615	850	124	338	58	241	75	148	7	8	3
2008 I	3.029	1.627	859	126	357	60	158	96	33	3	20	5
2008 Feb	3.013	1.626	848	126	351	62	54	35	10	1	5	1
Mar	3.029	1.627	859	126	357	60	58	29	21	1	7	1
Abr	3.058	1.642	880	126	350	60	70	37	28	1	3	1
May	3.104	1.671	891	127	355	60	88	62	18	1	5	1

Fuente: BCE.

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

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

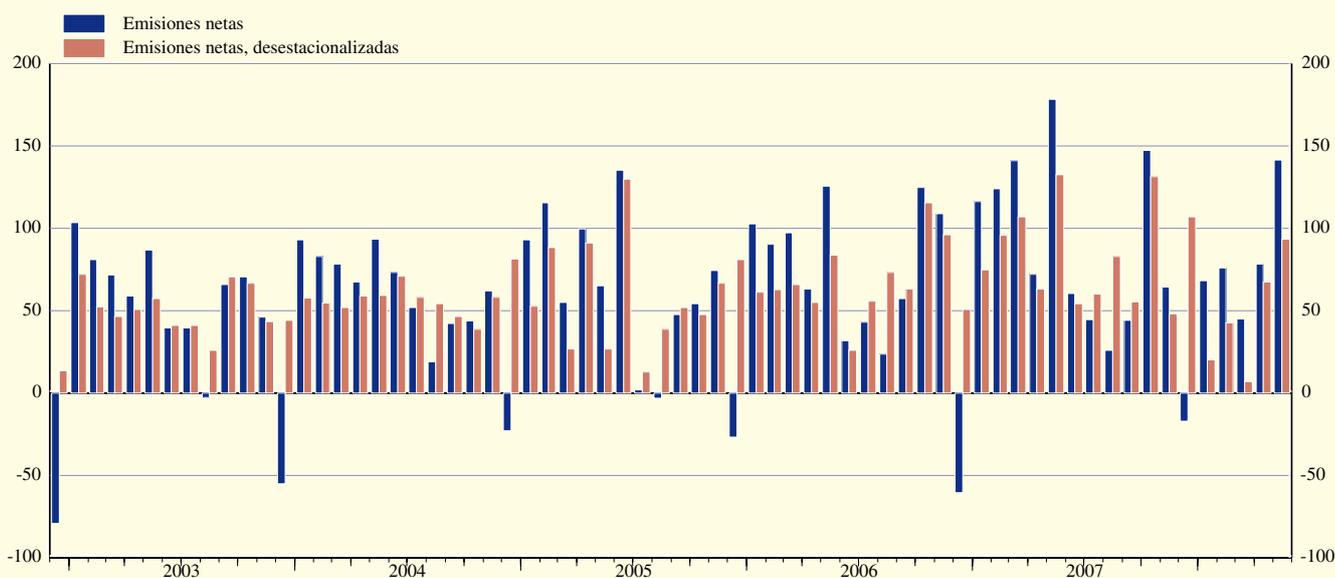
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	807,6	422,3	243,5	29,4	90,1	22,3	809,3	427,8	239,8	29,5	89,8	22,3
2007	1.001,5	484,9	330,6	54,6	120,4	10,9	1.012,7	495,2	326,0	57,2	123,2	10,9
2007 II	310,8	105,9	56,2	37,0	111,8	-0,1	250,2	114,2	42,9	29,0	65,0	-0,9
III	114,6	95,2	36,3	-7,7	-11,5	2,2	198,6	120,8	64,3	-0,8	8,1	6,2
IV	194,4	95,7	144,3	12,6	-63,0	4,9	286,6	137,0	107,6	18,5	20,6	2,9
2008 I	188,8	69,0	25,3	7,5	88,9	-1,9	70,0	-9,1	46,2	2,9	33,2	-3,2
2008 Feb	75,8	14,2	18,7	0,0	44,0	-1,1	42,8	-12,4	18,4	-1,4	40,0	-1,9
Mar	44,9	6,0	14,9	-3,4	28,0	-0,6	7,0	-13,0	12,2	-5,4	13,6	-0,3
Abr	78,4	32,3	25,2	2,4	18,9	-0,4	67,3	17,8	34,8	-2,2	16,9	0,0
May	141,5	93,1	17,2	13,4	13,9	3,8	93,5	89,9	11,7	7,1	-19,8	4,5
A largo plazo												
2006	756,2	347,4	237,2	27,0	121,4	23,2	756,2	349,3	233,8	26,8	123,2	23,2
2007	740,2	285,3	327,4	27,4	92,0	8,0	737,7	287,1	323,0	27,3	92,4	7,9
2007 II	272,9	101,2	59,2	23,0	90,1	-0,6	207,1	97,0	45,8	16,6	49,0	-1,3
III	33,8	14,1	37,9	-4,4	-14,2	0,4	103,4	27,8	66,3	-1,9	6,9	4,2
IV	165,8	28,5	135,4	8,0	-11,0	4,9	199,1	54,8	99,0	5,4	37,1	2,8
2008 I	75,3	34,4	12,8	-4,1	34,2	-2,0	37,7	-1,7	33,3	2,5	6,8	-3,2
2008 Feb	51,3	15,0	5,8	-0,6	32,3	-1,2	27,6	-8,4	5,1	1,1	31,5	-1,8
Mar	22,5	4,1	14,6	-4,8	8,5	0,1	-1,7	-11,4	12,6	-4,6	1,9	-0,1
Abr	69,1	28,6	25,3	2,8	13,0	-0,7	79,6	28,7	35,4	2,7	12,9	-0,2
May	108,9	61,0	16,9	11,3	17,4	2,4	61,7	50,9	10,7	8,0	-11,0	3,2

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

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

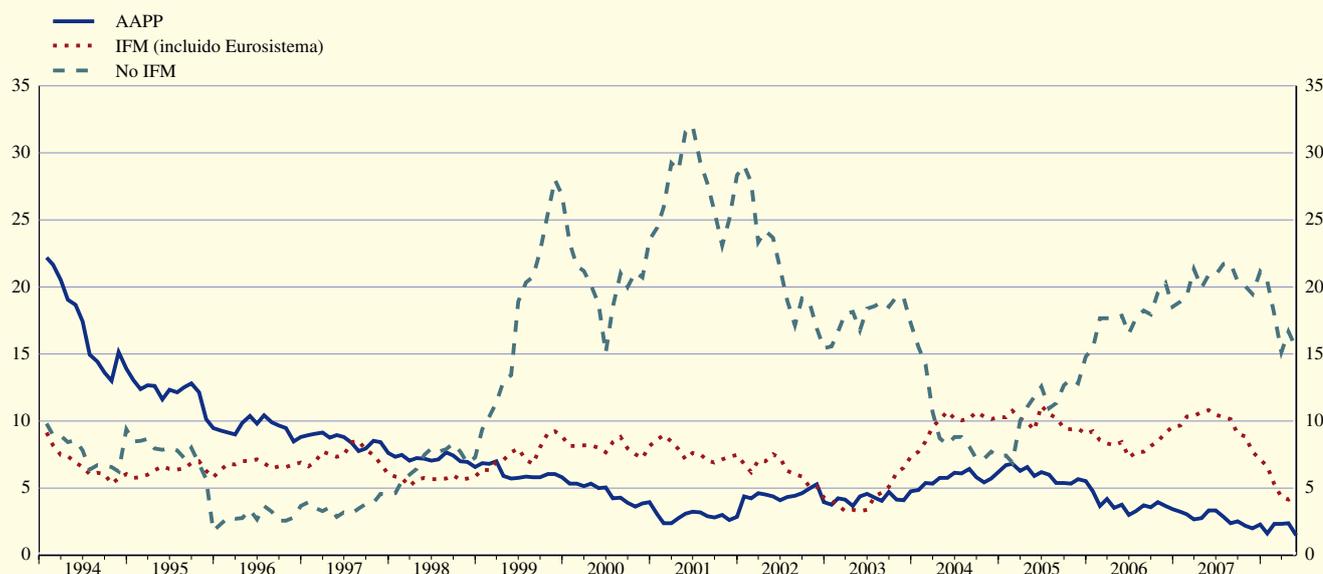


Fuente: BCE.

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 Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2007 May	8,9	10,5	29,3	6,0	3,5	4,9	9,6	11,5	28,9	8,5	3,7	3,1
Jun	9,2	10,8	27,9	8,2	3,8	3,2	9,6	10,5	28,6	13,0	4,3	1,2
Jul	9,1	10,8	28,5	10,0	3,3	2,5	9,3	9,6	28,9	15,5	3,8	0,7
Ago	9,1	11,0	28,6	9,5	3,1	2,5	9,0	9,8	26,2	11,6	3,8	3,1
Sep	9,0	10,9	27,0	8,0	3,2	4,2	8,0	10,1	17,8	9,0	3,3	3,5
Oct	9,1	11,0	26,9	8,8	3,0	5,4	9,2	11,1	25,6	9,7	3,0	5,4
Nov	8,6	10,4	25,6	8,9	2,7	4,2	7,6	9,4	22,3	9,2	1,6	5,4
Dic	9,0	10,6	28,5	8,7	2,7	3,6	8,5	10,9	28,3	5,4	1,3	6,1
2008 Ene	8,5	10,0	27,1	10,5	2,2	3,1	7,7	10,3	25,3	6,1	0,6	5,4
Feb	8,0	8,7	24,5	9,8	2,9	2,8	7,0	7,5	22,8	8,2	2,1	2,4
Mar	7,1	7,7	21,0	7,8	2,8	1,7	6,1	5,2	24,1	6,5	2,4	-0,2
Abr	7,1	7,2	23,2	6,6	2,9	1,1	4,9	3,4	20,8	3,3	2,8	-3,1
May	6,7	7,9	21,2	6,5	1,6	2,9	5,7	6,2	20,0	3,5	1,6	0,5
	A largo plazo											
2007 May	9,0	10,8	29,8	4,1	3,2	5,1	9,1	11,1	30,0	6,2	2,5	2,7
Jun	8,9	10,5	28,5	6,2	3,3	3,4	8,8	10,4	29,8	9,1	2,4	0,6
Jul	8,8	10,3	29,2	7,0	2,9	2,7	8,3	9,2	30,3	8,1	2,1	0,5
Ago	8,5	10,1	29,3	6,6	2,4	2,7	7,6	8,0	27,4	7,2	2,1	2,8
Sep	8,0	9,0	27,9	5,6	2,4	3,5	6,1	6,1	18,9	5,5	2,7	2,0
Oct	7,7	8,8	27,1	5,5	2,0	4,6	6,6	5,9	25,4	5,2	2,4	3,7
Nov	7,1	7,7	25,8	6,0	1,9	3,1	5,2	4,3	21,6	5,7	1,3	3,5
Dic	7,4	7,1	28,6	5,1	2,3	2,7	5,8	4,0	27,4	1,3	2,1	4,8
2008 Ene	6,7	6,6	27,2	5,8	1,6	2,2	5,2	4,0	24,2	3,6	1,0	3,7
Feb	6,1	5,3	23,4	5,7	2,3	1,9	4,7	2,6	19,5	4,2	2,6	0,9
Mar	5,3	4,3	19,9	4,2	2,4	0,9	4,5	2,5	20,7	2,9	2,1	-0,2
Abr	5,5	4,1	22,1	4,3	2,5	0,4	4,5	2,4	18,9	3,3	2,6	-2,8
May	5,1	4,5	19,8	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	17,9	4,4	1,5	0,2

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



Fuente: BCE.

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

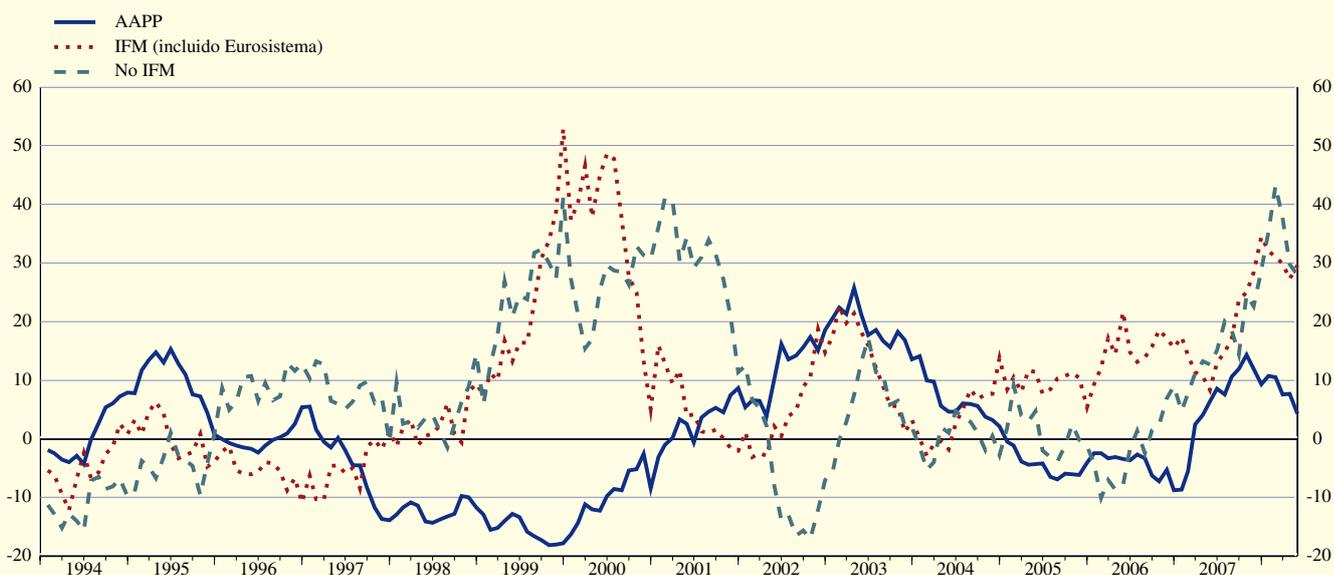
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	14,0	0,4	3,2	13,5	16,1	11,9	40,2	25,7	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,5	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,5	3,8	-1,7
2007 II	5,5	7,5	19,5	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	38,0	18,9	5,1	-0,2
III	5,3	8,0	17,1	4,3	2,3	4,9	16,3	11,1	39,9	19,8	4,4	-4,7
IV	4,5	6,7	13,1	4,4	1,8	6,3	15,1	9,0	39,5	14,5	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,1	1,3	3,3	14,3	6,0	38,8	12,5	11,4	-3,2
2007 Dic	4,3	6,8	11,1	4,3	1,7	5,7	15,4	7,2	43,6	10,9	8,3	-8,7
2008 Ene	3,3	6,0	10,1	4,5	0,7	3,9	15,4	6,7	42,0	13,2	11,6	-4,5
Feb	3,1	4,8	6,7	4,4	1,5	2,4	13,8	5,3	37,5	12,9	12,2	-0,1
Mar	2,5	3,5	5,6	2,7	1,5	1,4	12,2	4,7	31,0	12,3	12,3	-1,1
Abr	2,6	3,7	5,0	3,5	1,7	0,8	12,5	4,6	36,1	9,4	7,2	-1,2
May	2,6	4,6	4,3	5,1	1,0	1,7	12,0	5,4	31,6	8,1	6,9	1,8
En euros												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,7	28,0	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	1,9	2,7	6,7	15,1	10,2	35,6	18,3	3,9	-2,4
2007 II	4,8	6,8	15,9	0,8	2,9	7,3	15,7	11,2	35,5	19,4	5,2	-0,8
III	4,6	7,1	14,0	2,9	2,5	5,1	15,7	10,3	38,1	18,9	4,5	-5,6
IV	4,0	6,2	10,9	2,9	2,1	6,6	14,9	8,7	38,0	13,3	4,9	-7,1
2008 I	2,9	4,9	7,1	2,8	1,5	3,5	14,9	5,8	39,3	11,7	11,7	-4,0
2007 Dic	3,8	6,3	9,3	3,1	1,9	6,1	15,9	7,0	43,6	9,9	8,6	-8,8
2008 Ene	2,9	5,4	8,7	3,3	0,9	4,2	16,0	6,6	42,1	12,3	11,9	-4,8
Feb	2,8	4,5	5,8	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,2	12,0	12,5	-1,3
Mar	2,3	3,1	4,5	1,0	1,7	1,4	12,8	4,4	32,1	11,8	12,9	-2,7
Abr	2,4	3,4	4,0	1,8	1,9	0,8	13,6	4,9	37,8	8,8	7,6	-2,6
May	2,3	4,3	3,8	3,5	1,1	1,7	13,3	6,3	32,9	7,8	7,3	0,5

C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

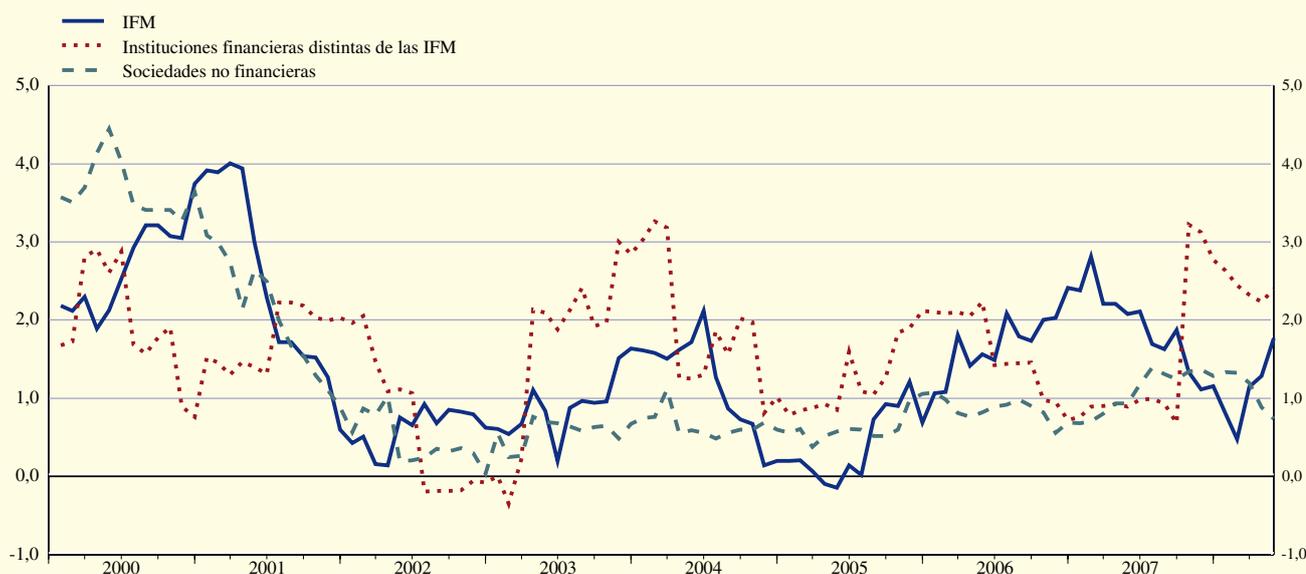
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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
2006 May	5.396,4	103,1	1,1	901,3	1,6	543,6	2,2	3.951,4	0,8
Jun	5.408,2	103,3	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.958,7	0,9
Jul	5.405,1	103,4	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
Ago	5.586,9	103,4	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.018,5	1,0
Sep	5.728,5	103,5	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
Oct	5.917,6	103,5	1,0	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
Nov	5.972,2	103,6	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
Dic	6.190,9	103,8	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 Ene	6.369,9	103,9	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
Feb	6.283,9	104,0	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
Mar	6.510,1	104,0	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
Abr	6.760,5	104,2	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
May	7.040,4	104,3	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
Jun	6.961,9	104,6	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
Jul	6.731,4	104,8	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
Ago	6.618,1	104,8	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
Sep	6.682,2	104,8	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
Oct	6.936,7	105,1	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
Nov	6.622,4	105,2	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
Dic	6.578,8	105,3	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 Ene	5.756,8	105,3	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
Feb	5.811,0	105,3	1,3	858,2	0,5	492,4	2,4	4.460,5	1,3
Mar	5.557,5	105,4	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
Abr	5.738,4	105,3	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9
May	5.733,0	105,4	1,0	789,9	1,8	497,1	2,4	4.446,0	0,7

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⁾

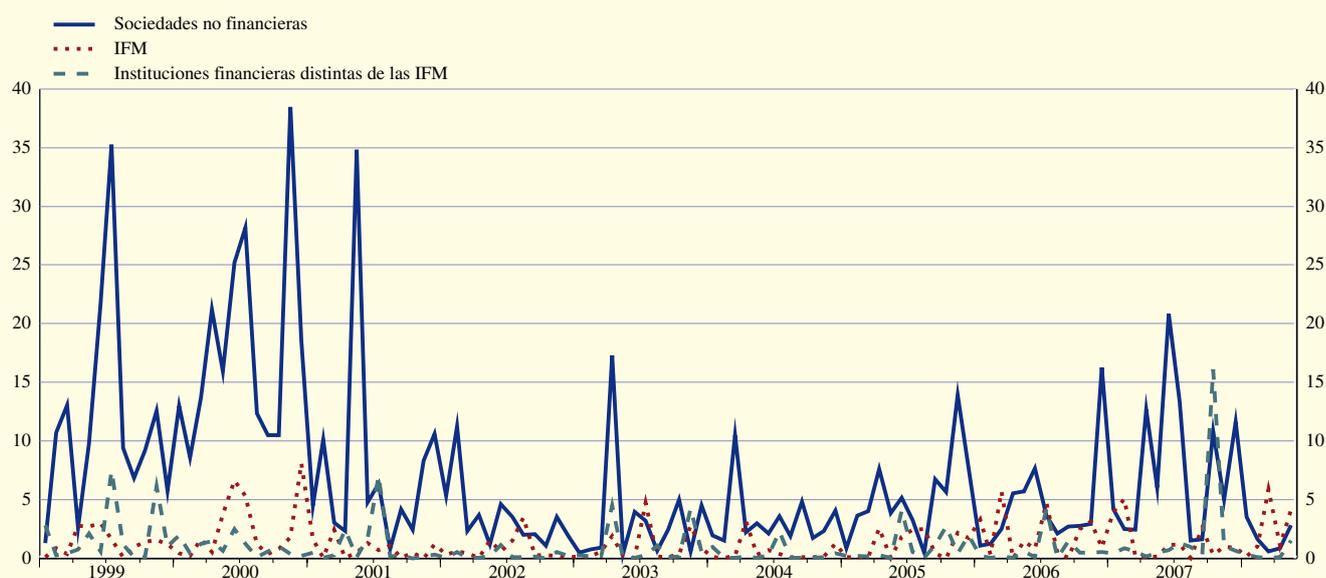
(mm de euros; valores de mercado)

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
2006 May	7,7	2,2	5,5	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	5,7	2,2	3,5
Jun	8,5	2,7	5,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	7,7	2,4	5,3
Jul	12,6	6,6	6,0	4,7	0,0	4,7	4,2	3,5	0,7	3,6	3,1	0,6
Ago	2,6	1,8	0,8	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,1	1,6	0,5
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	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5
Nov	6,5	2,0	4,5	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	2,9	1,8	1,1
Dic	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007 Ene	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
Feb	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
Abr	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
May	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
Jun	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
Jul	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sep	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	27,2	8,0	19,1	0,3	3,2	-2,9	16,1	0,5	15,5	10,8	4,3	6,5
Nov	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
Dic	13,2	4,6	8,6	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	11,6	2,5	9,2
2008 Ene	3,9	1,4	2,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,5	0,7	2,8
Feb	2,7	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
Mar	6,5	5,8	0,6	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,6	5,4	-4,8
Abr	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,9	2,5	-1,7
May	8,4	5,9	2,5	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	2,8	5,6	-2,8

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 Jul	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
Sep	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
Oct	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
Nov	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
Dic	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 Ene	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,38	4,68	3,95
Feb	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93
Mar	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
Abr	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,62	4,00
May	1,23	4,32	4,27	3,19	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,40	4,03
Jun	1,24	4,43	4,61	3,27	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,02	4,11

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 del 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
2007 Jul	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
Ago	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
Sep	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 Ene	10,46	8,11	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,45	8,54	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
Mar	10,52	8,41	7,05	8,42	8,55	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
Abr	10,53	8,32	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
May	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
Jun	10,63	8,61	6,91	8,43	8,60	5,47	5,09	5,07	5,20	5,52	6,02	6,11	5,64

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2007 Jul		6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
Ago		6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
Sep		6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
Oct		6,53	5,96	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
Nov		6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
Dic		6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene		6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,23
Feb.		6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
Mar		6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
Abr		6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
May		6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
Jun		6,68	6,16	6,07	5,40	5,35	5,66	5,48

Fuente: BCE.

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

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

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

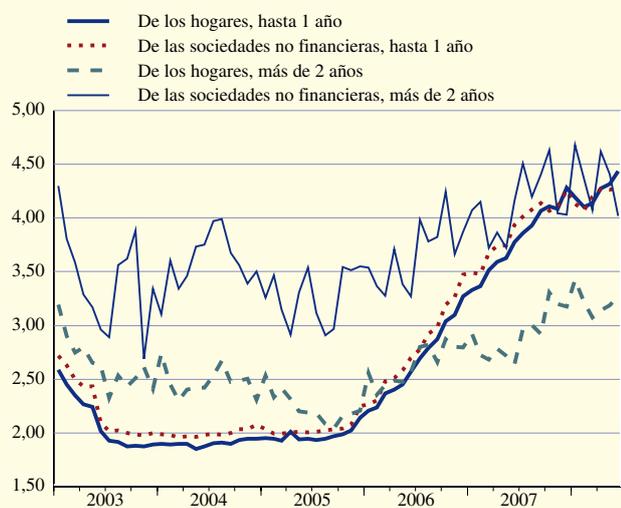
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
Sep	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
Mar	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	3,96
Abr	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
May	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
Jun	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,49	4,32	4,12

5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Jul	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14
Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
Mar	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
Abr	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
May	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
Jun	5,66	4,90	5,08	9,09	7,24	6,33	6,19	5,69	5,39

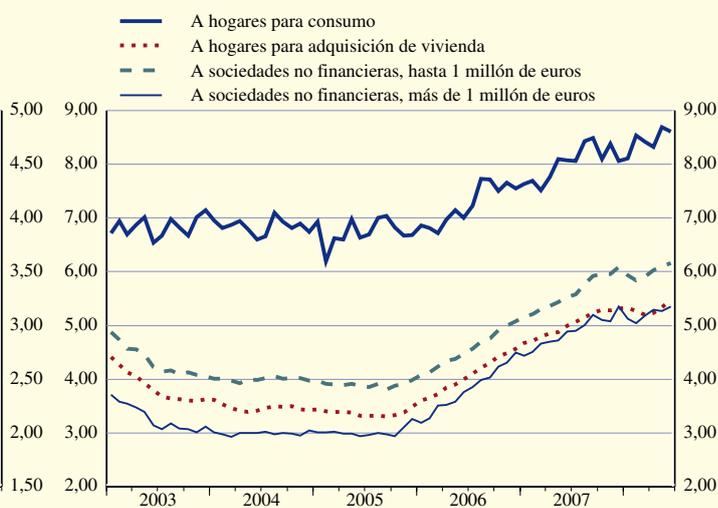
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

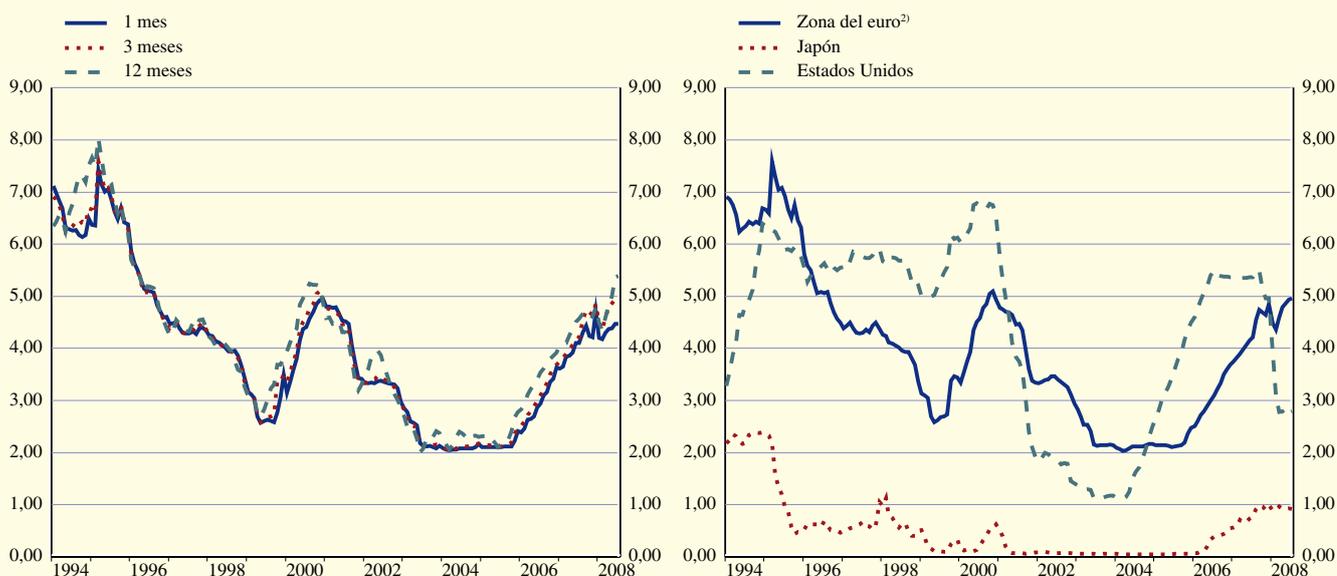
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
2007 Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 Ene	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
Feb	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
Mar	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
Abr	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
May	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
Jun	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Jul	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92

C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

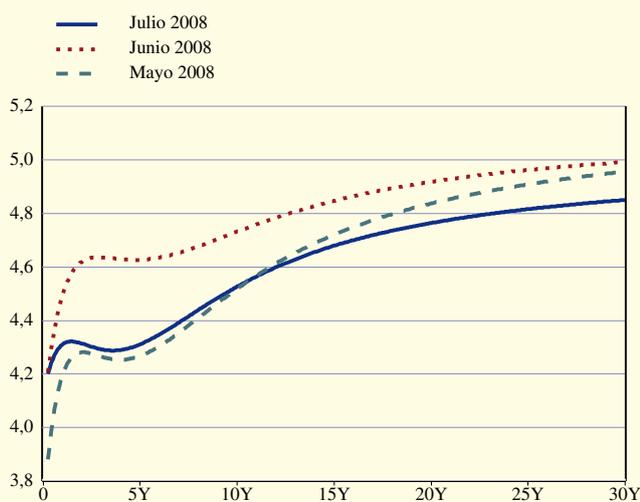
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

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

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años - tres meses (diferencial)	Diez años - dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Jun	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Jul	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93

C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro (en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro (datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



Fuente: BCE, los datos utilizados han sido proporcionados por EuroMTS y las calificaciones crediticias por Fitch Ratings.

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

4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
2007 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
2007 IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2008 II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
2007 Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
2007 Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
2007 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
2007 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
2007 Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
2007 Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
2008 Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
2008 Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
2008 Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
2008 May	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
2008 Jun	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
2008 Jul	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
2007 II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,9	2,1
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,9	1,7
IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,2
II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,1	5,9	0,5	3,8	2,4
2008 Feb	106,2	3,3	2,4	3,8	2,4	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,1	0,2	3,4	2,1
Mar	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,6	0,3	0,7	0,1	2,3	0,5	3,7	2,4
Abr	107,6	3,3	2,4	4,0	2,3	0,1	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,3	3,4	2,3
May	108,2	3,7	2,5	4,5	2,5	0,6	0,2	0,6	0,0	3,6	0,4	3,8	2,4
Jun	108,6	4,0	2,5	4,9	2,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,5	0,3	4,2	2,5
Jul ⁴⁾	.	4,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2007 II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
III	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
IV	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
II	5,7	7,0	3,6	3,9	0,8	13,5	2,3	1,9	3,7	-1,7	3,0	2,2
2008 Ene	4,9	5,9	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	3,0	3,3
Feb	5,2	6,5	3,3	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2
Mar	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1
Abr	5,4	7,0	3,1	3,2	0,8	10,8	2,4	1,8	3,2	-1,6	2,7	2,1
May	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2
Jun	5,8	7,0	3,9	4,5	0,7	16,0	2,2	1,9	4,0	-1,6	3,2	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2008.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)		
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía	Total					Total excluida energía	
			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	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5	
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,8	28,5	9,4	44,6	
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,2	6,5	19,7	24,8	52,9	
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,5	3,9	9,2	52,8	
2007 II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,5	5,0 ⁶⁾	-3,1	13,8	51,0	
III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,6	-	2,0	6,7	54,2	
IV	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,4	4,0 ⁶⁾	23,5	1,6	61,0	
2008 I	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2	
II	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,0	-	-	44,0	7,1	78,5	
2008 Feb	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,3	2,3	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1	
Mar	124,5	5,8	5,7	3,8	4,4	1,5	4,6	2,5	5,0	12,6	-	-	34,8	10,3	66,1	
Abr	125,5	6,2	5,5	3,7	4,3	1,7	4,5	2,4	4,9	14,4	-	-	32,7	5,8	69,8	
May	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1	
Jun	128,3	8,0	6,9	4,0	4,8	2,0	4,4	2,3	4,8	21,4	-	-	51,2	9,6	85,9	
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	46,8	9,8	85,3

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,6	2,5	2,3	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,6	2,5	2,7	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,8	2,6	2,8	2,1	2,8	3,1	2,5	2,2
2007 I	121,4	2,3	2,4	1,9	2,5	1,9	2,2	2,0
II	122,3	2,7	2,8	2,3	3,1	2,9	2,4	2,3
III	123,2	2,6	2,8	2,3	2,4	3,6	2,6	2,2
IV	124,2	2,9	3,2	2,0	3,1	3,9	2,6	2,1
2008 I	125,1	3,3	3,7	2,3	3,7	4,0	3,0	2,9

Fuentes: Eurostat, HWI (columnas 13 y 14 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 15 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

- 1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- 2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.
- 8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,1	3,3	0,3	2,2	2,1	
2005	108,8	1,1	7,5	-0,5	3,0	0,8	1,6	2,0	
2006	109,9	1,0	2,1	-0,4	1,3	0,3	2,3	2,5	
2007	111,6	1,5	1,1	-0,3	3,9	0,6	3,0	2,0	
2007 I	110,7	1,0	0,3	-0,8	2,1	-0,4	2,5	2,2	
II	111,5	1,3	1,8	0,1	4,2	0,2	3,3	0,9	
III	111,5	1,4	1,9	-0,8	4,8	1,1	2,7	1,9	
IV	112,6	2,4	1,4	0,2	4,8	1,7	3,6	2,8	
2008 I	113,3	2,4	1,2	1,0	2,6	1,8	4,3	2,5	
Remuneración por asalariado									
2004	110,0	2,1	1,2	2,9	2,9	1,5	1,7	2,4	
2005	112,0	1,8	1,8	1,8	2,0	1,7	2,3	1,8	
2006	114,5	2,2	2,7	3,4	3,4	1,6	2,2	1,6	
2007	117,3	2,4	3,2	2,8	3,3	1,9	1,9	2,4	
2007 I	116,3	2,4	3,0	2,4	4,0	2,1	2,1	2,5	
II	117,0	2,2	3,7	3,1	2,4	1,9	1,7	1,7	
III	117,3	2,2	3,1	2,4	3,2	2,0	1,6	2,2	
IV	118,5	2,8	2,9	3,0	3,6	1,8	2,4	3,1	
2008 I	119,7	2,9	3,6	3,3	4,0	2,0	2,9	2,7	
Productividad del trabajo ²⁾									
2004	102,2	1,3	14,1	4,1	-0,3	1,1	-0,5	0,3	
2005	103,0	0,7	-5,3	2,2	-1,0	0,9	0,7	-0,2	
2006	104,2	1,2	0,5	3,8	2,1	1,3	-0,1	-0,8	
2007	105,1	0,8	2,0	3,1	-0,6	1,3	-1,1	0,4	
2007 I	105,1	1,5	2,7	3,3	1,9	2,5	-0,4	0,3	
II	104,9	0,9	1,9	3,0	-1,7	1,7	-1,6	0,8	
III	105,2	0,7	1,1	3,2	-1,5	0,9	-1,0	0,3	
IV	105,2	0,4	1,5	2,8	-1,2	0,1	-1,2	0,3	
2008 I	105,7	0,5	2,4	2,3	1,4	0,3	-1,4	0,2	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,5	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,5	2,6	2,5	3,5
2006	113,8	1,9	2,4	2,2	1,9	2,9	2,7	3,9
2007	116,3	2,2	2,2	2,1	1,5	2,7	1,4	1,2
2007 I	115,4	2,2	1,9	1,9	1,5	2,9	1,3	0,5
II	116,1	2,3	1,9	1,9	0,7	2,9	1,6	0,8
III	116,7	2,3	2,2	1,9	1,4	2,5	1,2	0,9
IV	117,1	2,3	2,7	2,7	2,3	2,4	1,5	2,7
2008 I	117,8	2,1	2,8	3,0	2,1	2,2	2,3	4,0

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2004	7.809,8	7.661,1	4.479,1	1.594,0	1.578,6	9,4	148,8	2.858,5	2.709,7
2005	8.106,0	7.997,2	4.650,3	1.658,8	1.672,0	16,2	108,8	3.076,0	2.967,2
2006	8.504,7	8.411,9	4.844,9	1.723,7	1.814,8	28,5	92,8	3.413,3	3.320,5
2007	8.926,1	8.796,2	5.024,6	1.789,9	1.944,8	36,9	130,0	3.670,2	3.540,2
2007 I	2.199,1	2.168,4	1.235,1	442,3	478,9	12,0	30,7	893,9	863,2
II	2.220,7	2.184,5	1.250,3	444,9	482,5	6,7	36,2	909,2	873,0
III	2.245,1	2.212,5	1.263,3	449,4	488,1	11,6	32,7	929,9	897,2
IV	2.261,2	2.230,8	1.275,9	453,1	495,2	6,5	30,4	937,3	906,8
2008 I	2.292,3	2.265,8	1.288,5	457,7	506,7	12,8	26,5	964,2	937,7
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,8	0,4	1,5	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2007 I	0,8	1,1	0,1	1,1	1,3	-	-	0,9	1,5
II	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	1,0	0,3
III	0,6	0,8	0,5	0,6	0,7	-	-	2,0	2,4
IV	0,4	0,1	-0,1	0,1	1,1	-	-	0,4	-0,2
2008 I	0,7	0,7	0,2	0,4	1,6	-	-	1,9	2,0
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,7	5,6
2006	2,8	2,7	1,8	2,0	5,2	-	-	7,9	7,6
2007	2,7	2,3	1,6	2,3	4,5	-	-	6,1	5,3
2007 I	3,2	3,0	1,5	2,4	6,8	-	-	6,7	6,1
II	2,6	2,2	1,8	2,3	3,9	-	-	6,0	5,2
III	2,7	2,2	1,8	2,5	3,8	-	-	7,1	6,1
IV	2,2	2,0	1,2	2,0	3,1	-	-	4,4	4,0
2008 I	2,1	1,6	1,2	1,4	3,5	-	-	5,5	4,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2007 I	0,8	1,1	0,1	0,2	0,3	0,5	-0,2	-	-
II	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,3	-	-
III	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
IV	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,3	-	-
2008 I	0,7	0,7	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,7	1,9	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,3	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2007 I	3,2	3,0	0,9	0,5	1,4	0,2	0,3	-	-
II	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
III	2,7	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,5	-	-
IV	2,2	1,9	0,7	0,4	0,7	0,2	0,2	-	-
2008 I	2,1	1,6	0,7	0,3	0,8	-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
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2004	7.011,1	153,5	1.436,5	414,2	1.488,7	1.914,6	1.603,7	798,7
2005	7.264,4	142,0	1.474,6	440,0	1.529,1	2.013,7	1.665,0	841,6
2006	7.595,2	139,6	1.540,2	482,5	1.586,9	2.123,0	1.723,1	909,5
2007	7.967,7	150,3	1.616,9	520,7	1.655,5	2.235,7	1.788,7	958,5
2007 I	1.958,7	36,5	398,3	128,4	407,6	547,4	440,6	240,4
II	1.982,7	36,9	402,6	129,0	412,0	556,2	446,0	237,9
III	2.006,4	38,2	407,5	130,8	417,5	563,2	449,1	238,7
IV	2.019,8	38,7	408,4	132,5	418,3	568,9	452,9	241,4
2008 I	2.049,1	40,1	416,7	136,7	425,1	574,9	455,7	243,2
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,1	22,4	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 I	0,9	1,0	1,0	1,4	0,7	0,9	0,6	0,4
II	0,5	-1,0	0,5	-1,0	0,7	0,7	0,5	-0,8
III	0,6	-1,4	1,0	0,4	0,8	0,7	0,3	0,7
IV	0,4	1,4	0,5	0,4	0,1	0,6	0,3	-0,2
2008 I	0,7	1,5	0,7	2,1	0,9	0,3	0,3	1,3
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,9	1,6	1,0
2005	1,7	-6,1	1,1	1,6	1,7	3,1	1,3	1,6
2006	2,8	-0,9	3,4	4,7	2,8	3,6	1,1	3,0
2007	2,8	0,9	3,4	3,2	3,0	3,2	1,7	1,4
2007 I	3,4	2,5	3,6	6,7	3,7	3,6	1,7	2,2
II	2,8	0,4	3,3	2,8	3,2	3,0	1,8	1,2
III	2,7	-0,2	3,5	2,2	3,1	3,2	1,7	1,9
IV	2,4	0,0	3,1	1,3	2,3	3,0	1,6	0,1
2008 I	2,2	0,5	2,8	1,9	2,6	2,4	1,3	1,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2007 I	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	-
II	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-
2008 I	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,7	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,3	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 I	3,4	0,0	0,7	0,4	0,8	1,0	0,4	-
II	2,8	0,0	0,7	0,2	0,7	0,8	0,4	-
III	2,7	0,0	0,7	0,1	0,6	0,9	0,4	-
IV	2,4	0,0	0,6	0,1	0,5	0,8	0,4	-
2008 I	2,2	0,0	0,6	0,1	0,5	0,7	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,4	104,0	1,4	1,4	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	5,0	5,9	2,5	4,4	2,2	0,8	3,9
2007	3,4	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	5,9	2,4	1,4	2,5	-0,6	3,2
2007 II	2,9	111,2	2,8	3,3	3,4	3,2	4,9	2,0	1,5	2,1	-0,3	2,5
III	3,7	112,8	3,9	4,2	4,0	3,6	6,6	3,1	2,3	3,2	1,1	1,7
IV	2,5	112,8	3,0	2,6	2,0	1,9	5,2	0,7	-2,5	1,2	5,5	-0,5
2008 I	2,4	113,2	2,5	1,8	1,7	1,5	5,1	0,2	-1,7	0,6	4,4	1,4
2007 Dic	0,8	112,6	1,5	1,3	0,8	0,5	3,0	-0,3	-4,7	0,4	4,3	-3,8
2008 Ene	3,3	113,3	3,3	3,2	3,0	2,2	6,6	1,6	-0,3	1,9	2,9	3,2
Feb	3,3	113,5	3,1	2,8	3,4	1,9	6,4	0,8	-0,8	1,0	4,5	4,5
Mar	0,9	112,9	1,3	-0,3	-0,8	0,5	2,8	-1,5	-3,8	-1,1	6,1	-2,7
Abr	3,1	114,0	4,0	4,4	4,4	2,6	7,5	0,7	1,2	0,6	6,3	-2,2
May	-0,7	111,9	-0,5	-0,5	-1,2	-0,7	2,4	-3,6	-5,1	-3,4	-1,1	-1,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Dic	0,0	-	0,0	0,2	0,2	0,6	-0,6	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,5
2008 Ene	0,9	-	0,6	1,1	1,2	0,7	2,3	0,7	1,8	0,5	-4,4	2,5
Feb	0,4	-	0,2	0,1	0,4	0,2	0,5	-0,4	-0,1	-0,4	1,7	1,1
Mar	-1,0	-	-0,6	-0,7	-1,8	-0,6	-1,8	-0,7	-2,0	-0,5	2,9	-2,8
Abr	0,7	-	1,0	0,5	2,1	0,4	2,2	0,5	2,0	0,2	-1,1	-0,6
May	-1,6	-	-1,9	-1,5	-2,4	-1,4	-2,1	-1,8	-3,3	-1,5	-2,6	0,2

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,5	1,4	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,6	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,1	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,0	964	-0,5
2007 III	129,1	6,5	127,4	6,3	2,6	110,0	1,3	-0,8	2,7	5,6	2,6	963	2,1
IV	131,4	8,2	127,0	5,2	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,1	0,3	-1,3	976	0,3
2008 I	130,9	3,9	131,3	4,4	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,7	0,0	-1,5	947	-0,6
II	.	.	.	.	2,0	108,0	-1,7	-2,7	-1,0	.	.	910	-5,0
2008 Ene	131,4	7,0	132,1	7,4	3,8	109,4	0,8	-1,6	2,4	2,8	0,3	949	-1,3
Feb	131,4	9,4	131,8	10,2	4,8	109,2	1,7	0,5	2,3	4,8	0,0	975	5,7
Mar	130,1	-3,7	130,0	-3,2	0,9	108,1	-2,8	-3,3	-2,5	-6,8	-4,3	916	-4,7
Abr	132,8	12,4	132,7	14,3	1,1	107,9	-1,8	-2,2	-1,3	-8,7	-1,3	942	2,2
May	127,9	-4,6	131,2	1,0	3,4	108,4	-0,1	-1,4	0,6	5,1	-0,7	897	-9,9
Jun	.	.	.	.	1,4	107,8	-3,1	-4,4	-2,2	.	.	891	-6,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2008 Ene	-	2,0	-	5,1	0,9	-	0,6	0,0	1,0	2,2	0,8	-	-5,3
Feb	-	0,0	-	-0,2	0,1	-	-0,2	0,1	-0,4	1,5	-0,1	-	2,7
Mar	-	-1,0	-	-1,4	-0,9	-	-1,0	-0,4	-1,4	-6,3	-2,2	-	-6,0
Abr	-	2,1	-	2,1	0,4	-	-0,2	-0,5	-0,1	-0,5	0,9	-	2,8
May	-	-3,6	-	-1,1	0,6	-	0,5	-0,2	1,0	6,0	0,3	-	-4,8
Jun	-	.	-	.	-0,1	-	-0,6	-0,4	-0,6	.	.	-	-0,7

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 62,6% del total de las manufacturas en el año 2000.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
II	96,5	-3	-6	9	7	83,4	-15	-10	-22	13	-14
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Feb	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
Mar	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
Abr	97,1	-2	-5	9	8	83,8	-12	-8	-19	11	-12
May	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
Jun	94,8	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16
Jul	89,5	-8	-13	11	1	82,9	-20	-13	-30	20	-16

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 III	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
IV	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 I	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
II	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Feb	-7	-13	-2	1	5	16	14	10	3	13	13
Mar	-9	-15	-3	1	5	15	11	9	2	11	13
Abr	-12	-18	-6	-5	-4	18	6	7	1	7	12
May	-9	-16	-2	-1	3	14	8	8	4	9	13
Jun	-11	-19	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14
Jul	-14	-22	-6	-9	-10	17	1	1	-7	4	7

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2007.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	4,0	17,1	7,7	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,375	0,7	0,7	0,9	-2,8	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,3
2005	139,691	1,0	1,1	0,4	-0,8	-1,1	2,6	0,8	2,4	1,5
2006	141,917	1,6	1,7	0,8	-1,5	-0,4	2,6	1,5	3,8	2,0
2007	144,459	1,8	2,0	0,7	-1,1	0,3	3,9	1,7	4,3	1,3
2007 I	143,484	1,8	2,0	0,5	-0,1	0,3	4,9	1,1	4,1	1,4
II	144,232	1,7	1,9	0,6	-1,4	0,4	4,6	1,4	4,6	1,0
III	144,832	1,9	2,0	1,3	-1,3	0,2	3,6	2,2	4,2	1,4
IV	145,288	1,8	2,0	0,5	-1,6	0,3	2,4	2,3	4,2	1,3
2008 I	145,729	1,6	1,8	0,7	-1,8	0,5	0,6	2,3	3,8	1,1
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2007 I	0,775	0,5	0,6	0,4	0,8	0,1	1,9	0,4	1,3	0,1
II	0,748	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,3	0,3
III	0,601	0,4	0,5	0,1	-1,1	0,0	-0,1	0,8	0,7	0,5
IV	0,456	0,3	0,5	-0,6	-0,6	0,2	0,3	0,1	0,9	0,4
2008 I	0,442	0,3	0,3	0,6	0,4	0,2	-0,1	0,5	0,9	-0,1

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,159	7,7	2,941	17,1	6,557	7,9	6,543	9,9
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,2	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,513	8,2	9,774	7,2	2,740	16,2	6,215	7,4	6,298	9,3
2007	11,372	7,4	8,894	6,5	2,478	14,8	5,591	6,6	5,781	8,4
2007 I	11,633	7,6	9,098	6,7	2,535	15,2	5,705	6,8	5,928	8,7
II	11,405	7,5	8,933	6,6	2,473	14,8	5,583	6,6	5,823	8,5
III	11,274	7,3	8,828	6,5	2,445	14,6	5,561	6,6	5,712	8,3
IV	11,176	7,3	8,718	6,4	2,458	14,7	5,515	6,5	5,660	8,2
2008 I	11,113	7,2	8,679	6,3	2,434	14,5	5,500	6,5	5,613	8,1
2008 Ene	11,129	7,2	8,696	6,3	2,433	14,5	5,495	6,5	5,635	8,1
Feb	11,104	7,2	8,672	6,3	2,432	14,5	5,492	6,5	5,612	8,1
Mar	11,106	7,2	8,668	6,3	2,438	14,5	5,512	6,5	5,594	8,1
Abr	11,212	7,2	8,742	6,3	2,471	14,7	5,594	6,6	5,618	8,1
May	11,294	7,3	8,799	6,4	2,495	14,8	5,672	6,6	5,622	8,1
Jun	11,352	7,3	8,849	6,4	2,504	14,9	5,731	6,7	5,622	8,1

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total		Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	12	Impuest. sobre el capital	
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,2	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,4	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,4	12,5	9,0	3,2	13,9	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,9

2. Zona del euro - empleos

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
	1	2	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	
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,2	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,3

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público 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
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,1	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,4	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

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

- Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 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	
1998	72,8	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,5	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,3	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,0

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
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,6	7,8	15,5	26,4	30,9	71,0	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,8	13,6	27,9	30,6	69,9	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,7	6,1	13,4	27,8	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,2	13,7	26,5	28,0	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,1	15,3	25,0	27,7	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	5,0	14,8	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,7	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,2	57,7	6,7	5,3	0,5	7,9	62,3	4,6	14,9	25,7	29,6	68,9	1,2
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,4	24,5	29,6	67,5	1,0
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,5	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,6	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,1	67,8	27,4	98,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,4	52,3	63,5	63,6	27,5	41,3
2006	88,2	67,6	25,1	95,3	39,7	63,6	106,5	64,8	6,6	64,2	47,9	61,8	64,7	27,2	39,2
2007	84,9	65,0	25,4	94,5	36,2	64,2	104,0	59,8	6,8	62,6	45,4	59,1	63,6	24,1	35,4

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-15. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la 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	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	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	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											Otros ¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,5	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-15 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos 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	
2002 I	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,7	0,4	0,2	38,4
II	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
III	43,5	43,0	11,2	12,8	15,4	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
II	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,5	1,2	41,7
III	42,6	42,2	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
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	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 I	42,5	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,8	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,3	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
IV	49,6	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,3	41,9	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
II	46,3	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
III	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,7	0,4	0,3	40,2
IV	49,8	49,2	14,5	14,2	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,9
2008 I	42,3	41,9	10,6	13,1	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,8

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				
2002 I	46,1	42,7	10,2	4,4	3,7	24,4	21,1	1,4	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,6
III	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
IV	50,8	46,3	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,5
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,4
II	47,1	43,6	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,3
III	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
IV	51,1	46,3	11,0	5,6	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,1	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,9
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,6	1,7
III	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 I	46,9	43,1	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
II	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
III	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,6	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,3
2006 I	45,4	42,2	10,0	4,5	2,9	24,7	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,6	42,3	10,3	4,8	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
III	45,4	42,0	9,9	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
IV	50,5	45,2	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,5	41,3	9,8	4,5	3,0	24,0	20,6	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,2	0,8
II	44,8	41,7	10,0	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
III	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
IV	50,5	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,3	1,9	-0,7	2,1
2008 I	44,5	41,4	9,8	4,6	2,9	24,1	20,5	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,7

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

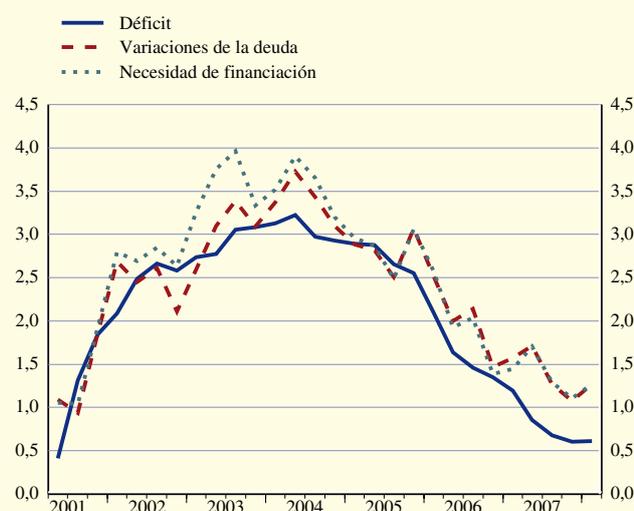
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 II	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
III	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,4
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 I	68,8	2,4	11,4	4,8	50,2
II	69,0	2,2	11,2	5,1	50,5
III	68,0	2,1	11,0	5,2	49,7
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1
2008 I	67,1	2,2	10,9	5,1	49,1

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	
2005 II	5,4	-1,5	3,9	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,4	5,3
III	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,1	0,4	0,5
IV	-0,6	-1,4	-2,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,6	-0,6
2006 I	4,8	-2,9	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,2
II	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,6	-0,4	2,6
III	1,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	1,0
IV	-3,1	-1,0	-4,1	-2,1	-1,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,9	-3,0
2007 I	5,1	-2,2	2,9	2,0	1,1	0,1	0,6	0,2	-0,2	1,0	5,2
II	3,7	1,5	5,2	4,7	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,3	3,6
III	-0,6	-1,0	-1,6	-1,6	-2,2	0,0	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,6
IV	-3,6	-0,7	-4,3	-2,9	-2,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-1,3	-3,5
2008 I	5,7	-2,2	3,5	2,3	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,2	5,7

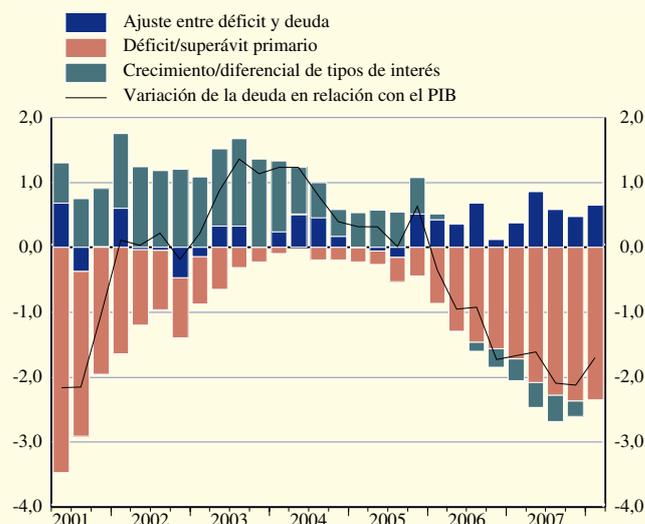
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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 datos se refieren al Euro-15.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

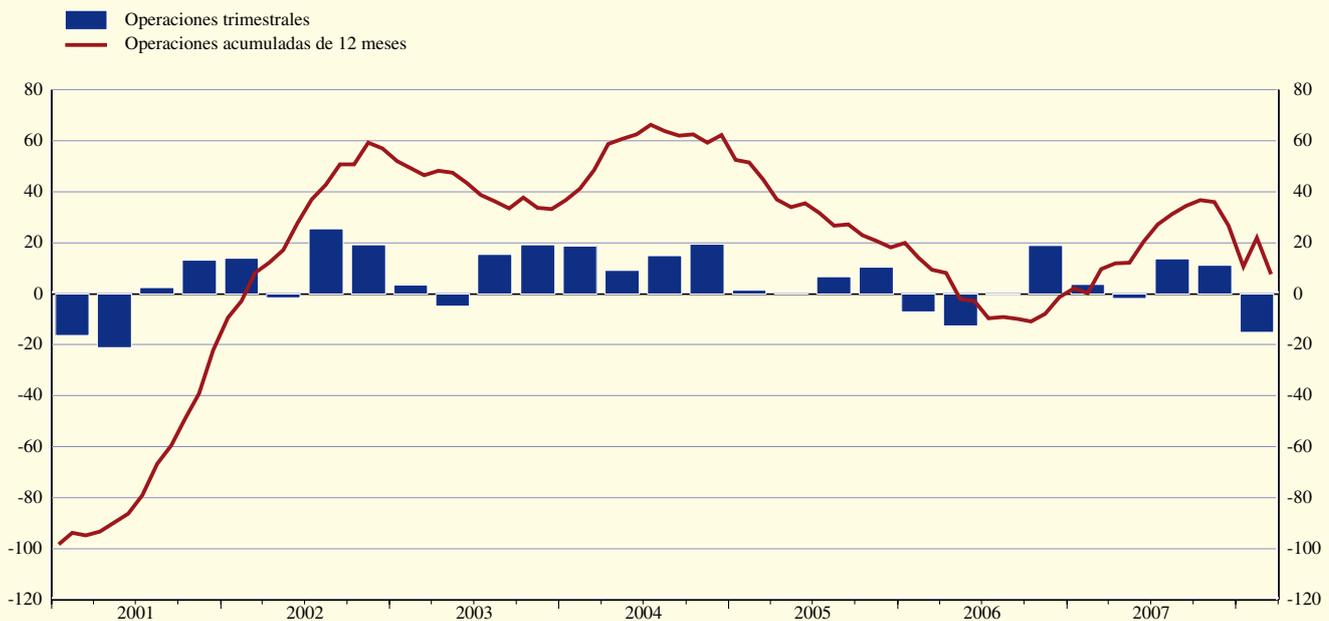
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,6	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,5	18,0	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,3	-120,3
2007	26,6	55,6	50,9	4,2	-84,1	13,9	40,5	96,2	-117,3	235,7	-90,5	73,7	-5,3	-136,7
2007 I	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,4	-15,2	-81,9	-1,6	-37,8
II	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,2	-4,2	-50,0
III	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,4	-112,7
IV	11,1	9,7	10,3	11,6	-20,5	5,6	16,7	-80,5	-4,3	-62,3	-28,8	10,0	4,9	63,8
2008 I	-15,2	-2,9	10,7	6,1	-29,0	5,6	-9,6	19,2	-104,8	73,4	-14,9	70,7	-5,1	-9,6
2007 May	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	6,9	-25,9	11,3	-1,9	24,1	-0,7	4,8
Jun	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-8,8	-26,9	72,6	-8,3	-44,2	-1,9	-5,0
Jul	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
Ago	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,4	1,0	-67,8
Sep	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,3	-2,3	10,3
Oct	4,2	7,2	4,0	3,3	-10,3	1,4	5,6	-41,0	35,4	-50,9	1,5	-27,0	0,1	35,5
Nov	2,9	4,8	3,1	1,7	-6,7	1,1	3,9	12,6	9,6	9,9	-22,7	15,5	0,3	-16,5
Dic	4,1	-2,2	3,1	6,6	-3,4	3,2	7,3	-52,1	-49,2	-21,2	-7,6	21,4	4,6	44,9
2008 Ene	-18,0	-9,1	3,1	-1,3	-10,8	2,4	-15,6	22,9	-51,9	53,0	-19,2	47,4	-6,4	-7,2
Feb	7,6	4,7	4,3	4,4	-5,8	2,2	9,8	-8,4	-22,4	14,7	1,7	-7,0	4,6	-1,4
Mar	-4,8	1,4	3,2	3,0	-12,4	1,0	-3,8	4,7	-30,5	5,7	2,6	30,2	-3,3	-0,9
Abr	-7,4	4,2	3,0	-7,0	-7,7	0,5	-6,8	18,2	-22,4	-3,7	-14,2	61,9	-3,4	-11,4
May	-21,4	-4,4	3,6	-15,7	-5,0	1,8	-19,6	44,2	-10,4	23,0	-29,7	58,6	2,8	-24,6
	<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2008 May	-5,4	35,0	51,3	0,1	-91,8	15,1	9,7	89,8	-209,8	168,1	-122,7	261,3	-7,1	-99,5

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

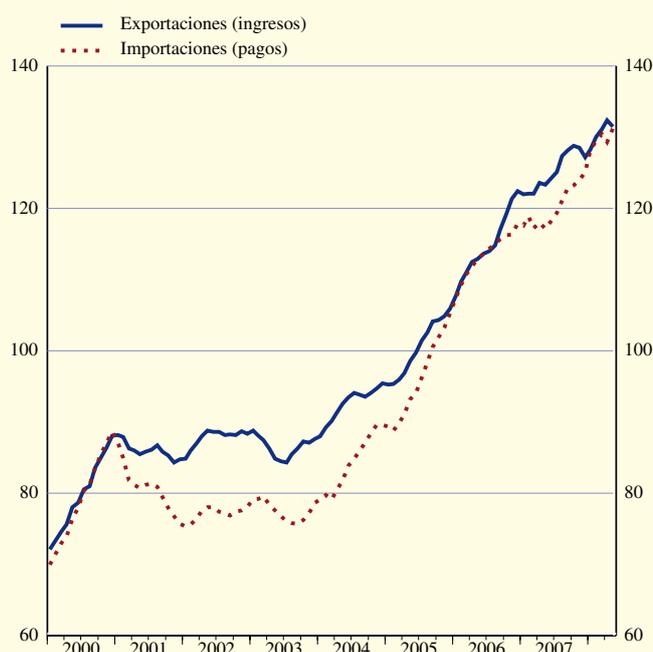
(mm de euros; operaciones)

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

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5
2007	2.643,9	2.617,3	26,6	1.504,4	1.448,8	492,2	441,3	557,2	553,0	90,1	6,1	174,2	20,3	25,6	11,7
2007 I	627,5	623,7	3,7	361,5	352,8	111,4	101,9	127,6	120,6	27,0	1,4	48,3	4,6	7,7	3,1
II	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5
III	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8
IV	694,9	683,7	11,1	393,2	383,4	125,2	114,9	149,4	137,8	27,1	1,4	47,6	5,5	8,9	3,4
2008 I	675,5	690,7	-15,2	387,1	390,1	114,9	104,2	147,6	141,5	25,9	1,5	54,9	5,0	8,9	3,3
2008 Mar	225,5	230,3	-4,8	130,2	128,8	38,3	35,1	52,6	49,5	4,4	.	16,8	.	2,2	1,2
Abr	235,5	242,9	-7,4	138,0	133,7	39,9	36,9	50,1	57,1	7,5	.	15,2	.	1,5	1,0
May	226,1	247,5	-21,4	128,8	133,1	40,3	36,7	50,2	65,9	6,8	.	11,8	.	2,7	0,9
	Datos desestacionalizados														
2007 I	639,8	630,4	9,3	366,3	351,6	120,7	106,7	130,6	130,3	22,1	.	41,8	.	.	.
II	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	.	40,5	.	.	.
III	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	.	43,8	.	.	.
IV	674,0	678,3	-4,3	381,5	375,4	124,5	112,6	146,5	144,0	21,4	.	46,3	.	.	.
2008 I	691,2	704,0	-12,8	393,3	391,2	125,0	109,5	152,1	154,4	20,8	.	49,0	.	.	.
2007 Dic	221,9	228,1	-6,2	124,7	128,0	41,4	38,0	46,8	45,7	9,0	.	16,4	.	.	.
2008 Ene	229,2	236,9	-7,6	131,9	131,8	41,9	36,5	50,3	52,4	5,1	.	16,1	.	.	.
Feb	238,9	231,6	7,3	133,7	128,7	42,0	36,2	52,6	51,0	10,7	.	15,7	.	.	.
Mar	223,1	235,6	-12,5	127,8	130,6	41,0	36,9	49,2	51,0	5,0	.	17,2	.	.	.
Abr	235,0	233,5	1,5	135,7	128,6	41,4	37,8	47,9	50,0	10,0	.	17,1	.	.	.
May	228,7	236,0	-7,3	131,1	134,4	41,0	38,3	49,5	50,3	7,1	.	13,0	.	.	.

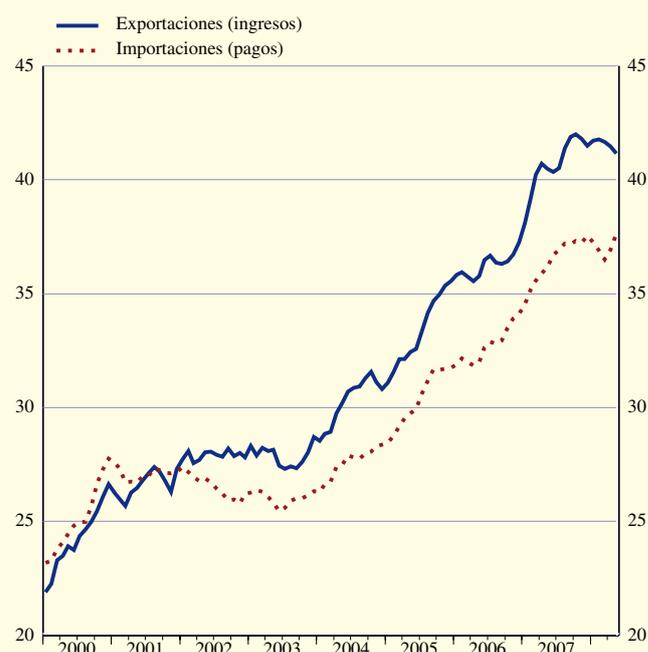
C31 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C32 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	15	16
					Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos		Beneficios reinvertidos								
5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2007	17,2	10,6	540,0	542,4	173,1	54,7	104,1	24,9	24,7	20,7	45,1	115,5	119,6	107,8	177,5	194,4
2007 I	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
II	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
III	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
IV	4,6	2,7	144,7	135,0	48,6	13,6	25,9	6,7	6,9	5,5	9,1	20,9	32,4	30,6	47,7	52,2
2008 I	4,6	2,0	143,1	139,6	48,8	24,0	27,3	13,5	6,3	5,3	9,4	21,2	31,2	34,2	47,4	51,5

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

II 2007 a I 2008	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
Ingresos																
Cuenta corriente	2.691,9	1.022,0	56,1	85,3	536,0	285,5	59,1	34,9	35,1	79,2	30,9	56,3	90,5	175,5	410,5	757,1
Bienes	1.530,0	554,7	34,9	55,1	238,1	226,6	0,0	19,1	18,4	62,4	23,6	33,8	70,2	85,7	194,4	467,7
Servicios	495,7	175,9	10,8	13,2	116,6	29,2	6,0	5,6	6,9	13,5	5,5	10,7	11,3	48,3	83,3	134,9
Renta	577,3	226,5	9,8	15,5	167,8	26,8	6,6	10,0	9,1	3,0	1,7	11,3	8,8	35,4	125,6	145,6
Rentas de la inversión	559,6	220,3	9,7	15,4	165,6	26,6	3,0	10,0	9,0	3,0	1,7	11,3	8,7	28,8	124,0	142,8
Transferencias corrientes	89,0	64,9	0,7	1,4	13,5	2,9	46,4	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	7,3	8,9
Cuenta de capital	26,7	23,1	0,0	0,1	0,9	0,1	21,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,8	2,3
Pagos																
Cuenta corriente	2.684,3	889,9	44,5	81,7	435,5	222,9	105,3	-	29,5	-	-	97,6	-	170,2	362,5	-
Bienes	1.486,0	435,5	28,3	51,4	177,0	178,8	0,0	25,7	12,9	165,8	18,9	56,0	95,7	74,8	136,7	464,1
Servicios	443,5	140,8	9,1	10,9	90,5	30,1	0,2	4,4	6,9	10,7	4,0	8,0	8,5	35,8	90,2	134,2
Renta	573,9	198,7	6,4	17,9	156,8	9,8	7,8	-	7,6	-	-	33,2	-	53,8	128,6	-
Rentas de la inversión	563,4	192,4	6,3	17,9	155,4	5,1	7,8	-	7,5	-	-	33,1	-	53,3	127,7	-
Transferencias corrientes	180,8	114,8	0,7	1,4	11,1	4,2	97,3	1,5	2,0	2,6	0,7	0,4	0,6	5,8	6,9	45,4
Cuenta de capital	11,9	2,3	0,0	0,1	1,3	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,9	7,5
Neto																
Cuenta corriente	7,6	132,1	11,6	3,6	100,5	62,6	-46,2	-	5,6	-	-	-41,4	-	5,3	48,0	-
Bienes	44,0	119,2	6,5	3,7	61,1	47,8	0,0	-6,6	5,5	-103,3	4,7	-22,2	-25,5	10,9	57,7	3,7
Servicios	52,1	35,0	1,7	2,3	26,1	-0,8	5,8	1,2	0,0	2,8	1,6	2,7	2,8	12,5	-6,9	0,6
Renta	3,4	27,8	3,4	-2,4	11,0	16,9	-1,1	-	1,5	-	-	-21,9	-	-18,4	-3,0	-
Rentas de la inversión	-3,8	27,9	3,4	-2,4	10,2	21,5	-4,8	-	1,5	-	-	-21,8	-	-24,5	-3,7	-
Transferencias corrientes	-91,8	-49,9	0,0	0,0	2,4	-1,4	-50,9	-1,3	-1,3	-2,4	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,3	-36,5
Cuenta de capital	14,8	20,7	0,0	0,0	-0,4	-0,2	21,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-5,1

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,9	4.076,4	-37,3	3.008,7	3.179,5	281,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,4	142,7	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,8	5.105,7	-46,2	3.779,7	4.025,5	320,1
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,5	155,6	-12,1	3.050,2	2.654,1	4.459,3	5.960,7	-43,6	4.403,4	4.611,5	325,8
2007 IV	13.754,8	15.049,5	-1.294,7	154,2	168,7	-14,5	3.472,3	2.988,8	4.710,3	6.715,2	46,5	5.178,5	5.345,5	347,3
2008 I	13.635,8	14.914,8	-1.279,0	151,5	165,7	-14,2	3.535,6	2.990,3	4.393,3	6.387,8	30,4	5.320,1	5.536,7	356,3
Variaciones de los saldos vivos														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,5	490,6	-17,6	302,6	241,2	-25,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	771,1	846,0	39,1
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,1	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,7	586,1	5,7
2007 IV	108,6	101,5	7,2	4,7	4,4	0,3	86,4	92,4	-74,8	7,4	46,9	43,2	1,7	6,8
2008 I	-119,0	-134,7	15,6	-5,3	-6,0	0,7	63,3	1,5	-317,0	-327,4	-16,0	141,6	191,2	9,0
Operaciones														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,6	416,5	8,3	309,4	287,8	-12,5
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,3	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,6	643,0	-18,0
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,7	707,3	1,3
2007	1.790,2	1.886,4	-96,2	20,1	21,1	-1,1	402,4	285,1	426,8	662,4	90,5	865,2	938,9	5,3
2007 III	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,1	-4,4	115,8	75,0	33,8	99,0	26,8	209,9	314,3	4,4
2007 IV	293,8	213,3	80,5	12,6	9,2	3,5	78,9	74,7	98,7	36,4	28,8	92,2	102,2	-4,9
2008 I	482,4	501,6	-19,2	21,5	22,3	-0,9	143,2	38,4	46,5	119,8	14,9	272,8	343,4	5,1
2008 Ene	322,2	345,0	-22,9	.	.	.	82,8	30,9	16,8	69,8	19,2	196,9	244,4	6,4
Feb	135,1	126,7	8,4	.	.	.	34,4	12,0	30,2	44,8	-1,7	76,8	69,9	-4,6
Mar	25,2	29,9	-4,7	.	.	.	26,0	-4,5	-0,5	5,2	-2,6	-1,0	29,2	3,3
Abr	83,8	102,0	-18,2	.	.	.	-18,8	-41,2	31,1	27,4	14,2	53,9	115,8	3,4
May	58,2	102,4	-44,2	.	.	.	10,1	-0,3	52,6	75,6	29,7	-31,4	27,2	-2,8
Otros flujos														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,7	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-20,2	91,3	-111,6	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,9	74,1	-25,9	-6,8	-46,7	-13,3
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,5	203,0	57,1
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	94,0	-121,3	4,4
2007 IV	-185,2	-111,8	-73,4	-8,0	-4,8	-3,2	7,4	17,7	-173,5	-29,1	18,2	-49,0	-100,5	11,7
2008 I	-601,5	-636,3	34,8	-26,8	-28,3	1,6	-79,8	-36,9	-363,5	-447,2	-30,9	-131,1	-152,2	3,9
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2003	-433,3	-179,7	-253,6	-5,8	-2,4	-3,4	-101,9	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,3	-44,0	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	371,9	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,3	.	149,4	117,2	18,7
2006	-292,6	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-66,0	14,5	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	285,2	351,1	-65,9	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,3	-27,0	.	.	42,2
2006	317,1	272,2	44,9	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,8	226,0	5,0	.	.	16,4
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2003	59,6	-34,3	93,9	0,8	-0,5	1,2	43,5	61,7	20,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	43,0	-13,4	56,4	0,6	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,0	-48,7	.	64,1	7,8	-0,7
2005	144,9	169,8	-24,9	1,8	2,1	-0,3	-39,6	19,4	115,1	64,6	.	73,1	85,8	-3,7
2006	-165,7	-191,6	25,9	-1,9	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2003	9,2	8,2	.	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	.	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	.	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,9
2006	15,1	14,9	.	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,3
2007 III	17,0	16,7	.	.	.	.	13,4	9,0	11,1	15,6	.	25,1	22,8	3,9
2007 IV	14,7	14,2	.	.	.	.	13,1	10,7	9,6	11,1	.	19,6	20,5	1,7
2008 I	12,9	12,5	.	.	.	.	14,3	8,9	7,2	7,8	.	16,3	20,7	2,6

Fuente: BCE.

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

7.3 Cuenta financiera

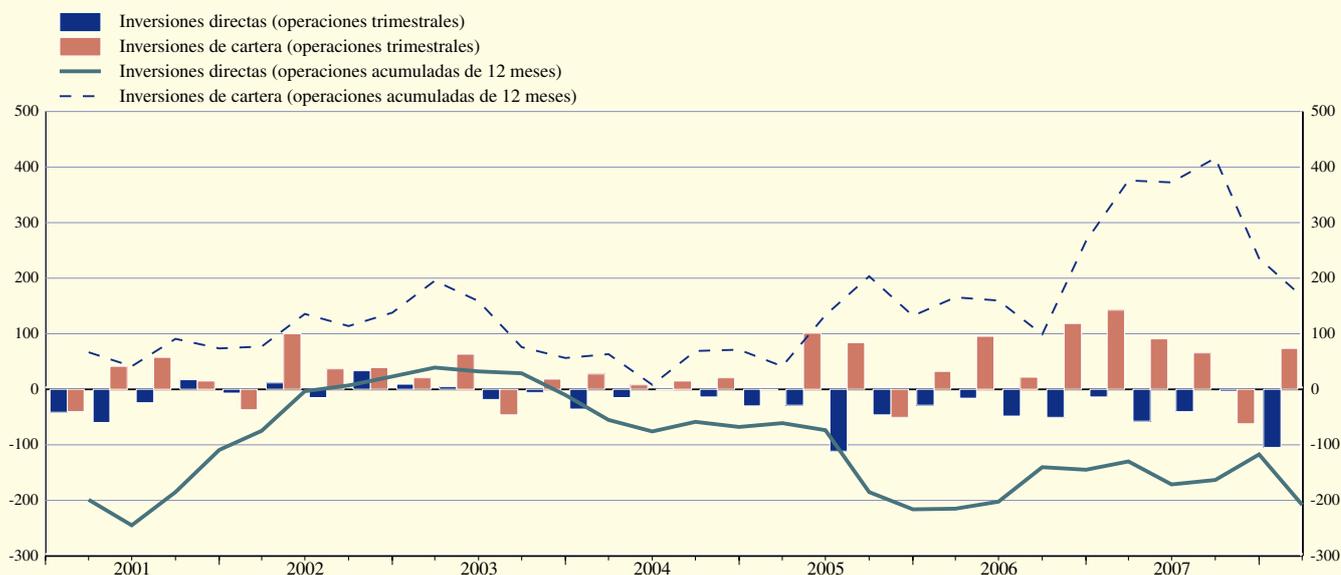
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 IV	3.472,3	2.818,3	237,0	2.581,3	654,0	8,4	645,6	2.988,8	2.259,1	61,7	2.197,3	729,8	13,7	716,0
2008 I	3.535,6	2.847,1	237,3	2.609,8	688,6	10,4	678,2	2.990,3	2.271,6	61,5	2.210,2	718,7	13,4	705,2
Operaciones														
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007	402,4	310,0	28,3	281,6	92,4	-0,5	92,9	285,1	185,8	1,9	183,9	99,3	1,3	98,0
2007 III	115,8	85,9	18,0	68,0	29,9	-0,6	30,5	75,0	51,7	0,4	51,3	23,3	0,3	22,9
IV	78,9	65,3	-4,6	69,8	13,7	0,6	13,0	74,7	29,1	1,9	27,2	45,6	0,7	44,9
2008 I	143,2	89,7	10,3	79,4	53,5	2,3	51,2	38,4	37,6	-0,1	37,8	0,7	0,1	0,6
2008 Ene	82,8	53,8	6,6	47,1	29,0	0,2	28,8	30,9	22,6	0,3	22,3	8,3	0,9	7,4
Feb	34,4	17,2	3,8	13,4	17,2	-0,5	17,7	12,0	5,4	0,4	5,1	6,5	0,1	6,4
Mar	26,0	18,7	-0,1	18,8	7,3	2,6	4,7	-4,5	9,6	-0,8	10,4	-14,1	-0,9	-13,2
Abr	-18,8	-25,0	4,4	-29,4	6,2	-0,1	6,3	-41,2	-31,9	1,0	-32,9	-9,3	0,0	-9,3
May	10,1	10,9	2,2	8,7	-0,8	-1,7	1,0	-0,3	3,7	-2,0	5,7	-4,0	0,4	-4,5
Tasas de crecimiento														
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 III	13,4	12,2	24,2	11,2	18,7	-38,4	18,9	9,0	8,7	2,1	8,9	10,1	1,7	10,2
IV	13,1	12,4	13,6	12,3	16,0	-43,5	16,3	10,7	9,1	3,1	9,3	15,8	8,1	15,8
2008 I	14,3	13,1	14,8	12,9	19,4	67,9	18,9	8,9	8,3	1,5	8,5	10,7	18,1	10,6

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
		Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM			
				Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema			AAPP	Euro-sistema			AAPP			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	3.887,8	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,3	710,9	9,0	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,3	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,8	846,3	11,3	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 IV	4.710,3	2.046,3	144,4	2,8	1.901,9	41,7	2.260,5	929,2	11,7	1.331,2	15,2	403,5	323,7	8,2	79,8	0,4
2008 I	4.393,3	1.729,0	94,0	2,6	1.635,0	36,2	2.218,7	921,3	10,5	1.297,4	15,7	445,6	360,4	8,8	85,2	0,5
Operaciones																
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007	426,8	53,0	34,3	-0,1	18,7	5,3	319,5	161,0	2,3	158,5	2,4	54,3	50,8	6,1	3,5	0,3
2007 III	33,8	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,3	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
IV	98,7	17,6	18,8	-0,1	-1,2	0,9	70,0	31,5	0,7	38,5	0,5	11,1	29,1	6,7	-18,0	-9,1
2008 I	46,5	-47,3	-40,9	0,1	-6,4	-0,6	27,1	25,1	-1,2	2,0	0,5	66,6	53,6	-0,1	13,0	0,1
2008 Ene	16,8	-21,0	-11,3	0,0	-9,8	.	4,5	11,1	-0,7	-6,7	.	33,4	34,3	0,0	-0,9	.
Feb	30,2	-7,9	-2,4	0,0	-5,5	.	23,8	20,9	0,1	2,9	.	14,2	6,6	0,0	7,6	.
Mar	-0,5	-18,4	-27,3	0,1	8,9	.	-1,2	-6,9	-0,6	5,8	.	19,0	12,6	-0,1	6,4	.
Abr	31,1	1,3	1,1	-0,1	0,2	.	26,7	17,9	0,4	8,8	.	3,1	1,6	0,3	1,5	.
May	52,6	12,0	3,7	0,1	8,3	.	34,7	10,5	0,7	24,1	.	5,9	3,2	0,2	2,8	.
Tasas de crecimiento																
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,7	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	29,7	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 III	11,1	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	53,0	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
IV	9,6	2,6	28,1	-3,0	0,9	13,8	15,6	19,4	20,8	13,1	18,1	14,6	16,8	69,3	4,9	70,1
2008 I	7,2	-0,6	-20,5	1,9	0,7	9,6	12,0	15,5	1,1	9,6	14,2	22,0	27,0	80,9	2,0	-90,4

4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
						Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
				AAPP	AAPP			AAPP	AAPP				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5	
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6	
2007 IV	6.715,2	3.263,2	744,6	2.521,0	3.111,3	1.053,4	2.052,6	1.305,2	340,7	179,1	162,3	143,1	
2008 I	6.387,8	2.896,7	760,5	2.136,6	3.148,9	1.041,1	2.108,3	1.377,4	342,1	164,2	177,9	169,7	
Operaciones													
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1	
2007	662,4	188,2	60,0	128,1	421,1	194,2	225,2	144,1	53,1	48,4	5,2	12,0	
2007 III	99,0	33,3	21,7	11,8	50,1	28,4	21,7	24,8	15,6	4,1	11,5	12,4	
IV	36,4	-30,6	-33,0	2,6	92,9	35,9	55,4	37,3	-25,8	22,3	-47,8	-45,3	
2008 I	119,8	45,5	73,3	-27,8	68,0	23,1	45,0	60,4	6,3	-1,9	8,2	24,3	
2008 Ene	69,8	23,7	.	.	39,9	.	.	.	6,2	.	.	.	
Feb	44,8	27,5	.	.	23,6	.	.	.	-6,3	.	.	.	
Mar	5,2	-5,8	.	.	4,5	.	.	.	6,4	.	.	.	
Abr	27,4	-21,1	.	.	28,5	.	.	.	20,0	.	.	.	
May	75,6	19,2	.	.	71,1	.	.	.	-14,7	.	.	.	
Tasas de crecimiento													
2005	12,8	13,0	.	.	11,2	.	.	.	23,6	.	.	.	
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5	
2007 III	15,6	10,6	17,4	8,6	20,3	31,9	15,3	13,3	24,4	39,8	16,0	23,6	
IV	11,1	6,4	8,8	5,6	15,5	23,1	12,0	11,8	17,8	37,6	3,4	8,9	
2008 I	7,8	4,0	10,4	2,0	11,7	15,8	9,7	13,8	11,3	29,4	-1,0	9,8	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.779,7	7,9	7,2	0,7	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.403,4	11,3	10,6	0,7	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 IV	5.178,5	23,3	22,7	0,7	3.354,7	3.282,9	71,9	107,1	13,4	47,8	13,5	1.693,3	196,8	1.366,3	437,2
2008 I	5.320,1	33,2	32,9	0,3	3.462,3	3.392,7	69,6	99,8	13,3	41,9	11,2	1.724,9	199,3	1.394,4	445,4
Operaciones															
2006	717,7	3,3	3,3	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007	865,2	13,3	13,3	0,0	560,3	548,9	11,4	-6,9	-0,5	-7,1	-2,0	298,5	10,2	274,2	17,7
2007 III	209,9	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	150,4	3,1	147,1	5,1
IV	92,2	3,4	3,4	0,0	57,1	55,4	1,8	1,3	-0,4	1,7	-0,1	30,4	3,3	27,5	-19,8
2008 I	272,8	9,3	9,3	0,0	217,8	213,7	4,1	-5,3	-0,1	-5,0	-1,3	51,0	6,4	42,6	14,3
2008 Ene	196,9	3,5	.	.	187,0	.	.	-4,1	.	.	-4,0	10,6	.	.	6,8
Feb	76,8	2,1	.	.	64,2	.	.	0,5	.	.	4,1	10,0	.	.	-8,0
Mar	-1,0	3,8	.	.	-33,4	.	.	-1,7	.	.	-1,4	30,4	.	.	15,4
Abr	53,9	2,2	.	.	50,3	.	.	1,9	.	.	1,4	-0,5	.	.	-16,4
May	-31,4	-0,7	.	.	-33,8	.	.	3,9	.	.	3,8	-0,8	.	.	-9,9
Tasas de crecimiento															
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	41,9	45,7	3,1	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 III	25,1	111,9	119,5	3,1	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
IV	19,6	117,9	125,5	-3,9	19,1	19,1	18,9	-6,0	-3,8	-12,4	-13,3	22,0	5,4	26,5	5,0
2008 I	16,3	119,0	124,2	-5,3	15,4	15,5	10,2	-4,4	-4,3	-9,9	17,5	18,7	7,0	22,2	-0,5

6. Otras inversiones: pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 IV	5.345,5	138,2	137,9	0,2	3.943,6	3.874,8	68,9	51,8	0,0	46,2	5,6	1.211,9	156,9	945,2	109,8
2008 I	5.536,7	158,2	157,8	0,4	4.073,8	4.032,5	41,3	51,0	0,0	46,9	4,1	1.253,8	160,5	980,1	113,1
Operaciones															
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007	938,9	52,5	52,5	0,0	639,2	634,0	5,2	2,9	0,0	3,1	-0,1	244,3	10,8	240,9	-7,5
2007 III	314,3	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,4	0,8	3,8	0,0	3,1	0,7	172,6	3,1	174,7	-5,2
IV	102,2	37,5	37,5	-0,1	50,8	50,5	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	15,6	3,7	20,2	-8,3
2008 I	343,4	21,3	21,2	0,2	283,9	281,3	2,7	-0,3	0,0	1,4	-1,7	38,4	3,2	31,6	3,6
2008 Ene	244,4	10,5	.	.	197,7	.	.	4,3	.	.	.	31,9	.	.	.
Feb	69,9	-8,4	.	.	109,1	.	.	-4,2	.	.	.	-26,6	.	.	.
Mar	29,2	19,2	.	.	-22,9	.	.	-0,3	.	.	.	33,2	.	.	.
Abr	115,8	8,7	.	.	116,8	.	.	-0,3	.	.	.	-9,4	.	.	.
May	27,2	19,1	.	.	1,7	.	.	-1,6	.	.	.	7,9	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 III	22,8	20,6	20,6	8,4	20,3	20,5	10,5	3,4	17,8	2,1	9,9	33,2	7,4	42,3	5,1
IV	20,5	52,7	52,8	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,9	53,8	6,8	-8,2	24,8	7,3	32,4	-5,7
2008 I	20,7	67,3	67,4	17,6	17,9	18,0	9,9	3,9	24,6	6,2	-13,8	27,5	10,9	35,7	-8,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 III	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
IV	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 I	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
2008 Abr	348,7	197,8	352,868	4,3	3,4	143,1	8,0	25,4	109,8	-	-	-	0,0	0,0	44,7	-48,1
May	349,2	201,4	352,697	4,3	4,1	139,3	6,7	23,8	109,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-60,0
Jun	354,5	207,9	352,314	4,3	4,0	138,3	7,4	24,0	105,6	-	-	-	1,2	0,0	59,4	-59,2
	Operaciones															
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,3	-2,9	-	0,3	-0,9	8,8	0,9	1,8	6,0	0,0	14,3	-8,3	0,0	0,0	-	-
2007 III	4,4	-0,3	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,9	2,1	0,1	2,3	-0,2	0,0	0,0	-	-
IV	-4,9	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,3	-0,4	-4,4	1,5	0,1	4,0	-2,6	0,1	0,0	-	-
2008 I	5,1	-0,6	-	-0,3	0,0	5,9	-0,7	5,7	0,9	0,1	6,1	-5,3	0,1	0,1	-	-
	Tasas de crecimiento															
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 III	3,9	-1,4	-	10,7	-32,6	12,5	74,5	15,1	9,2	-29,8	18,8	-14,6	-86,9	-	-	-
IV	1,7	-1,6	-	7,3	-18,0	6,2	14,1	7,3	5,6	1,1	18,4	-27,4	-59,1	-	-	-
2008 I	2,6	-1,6	-	0,4	-2,9	8,5	32,2	10,2	7,1	407,6	18,0	-33,1	-46,5	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
En el exterior	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Otro capital	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
En la zona del euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Otro capital	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
Inversiones de cartera	4.459,3	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,3
Acc. y participaciones	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Valores distintos de acciones	2.445,2	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,3
Bonos y obligaciones	2.067,8	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,8
Instrum. mercado monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
Otras inversiones	-208,2	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	25,2
Activos	4.403,4	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	659,0
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.957,5	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	389,0
Otros sectores	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Pasivos	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
AAPP	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Otros sectores	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
II 2007 a I 2008	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	207,9	90,7	2,0	-2,1	66,5	24,3	0,0	17,9	2,9	2,1	22,3	-35,3	40,7	-0,2	66,8
En el exterior	451,8	129,5	1,3	5,4	90,9	32,0	0,0	19,7	2,7	10,3	40,6	76,1	73,3	-0,1	99,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	334,9	99,5	0,6	3,5	70,0	25,4	0,0	12,4	0,7	3,8	26,1	60,6	62,4	0,0	69,5
Otro capital	116,9	30,1	0,7	1,9	20,9	6,5	0,0	7,3	2,0	6,5	14,5	15,5	10,9	-0,1	30,2
En la zona del euro	244,0	38,8	-0,7	7,4	24,4	7,7	0,0	1,8	-0,2	8,3	18,3	111,4	32,6	0,1	32,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	172,8	44,4	-1,8	8,6	36,8	0,8	0,0	-0,3	0,1	8,8	9,3	74,7	22,2	0,0	13,6
Otro capital	71,2	-5,6	1,1	-1,2	-12,4	6,9	0,0	2,1	-0,3	-0,6	9,0	36,8	10,4	0,1	19,2
Inversiones de cartera: activos	328,5	92,7	0,2	7,0	75,7	2,8	6,9	4,8	1,4	-15,9	-15,7	127,6	20,2	-3,3	116,7
Acc. y participaciones	-10,7	-17,5	0,2	1,1	-20,0	1,1	0,1	-1,6	0,6	-28,2	-19,6	4,2	29,9	-0,1	21,5
Valores distintos de acciones	339,2	110,2	0,1	5,9	95,7	1,7	6,8	6,5	0,8	12,3	3,9	123,4	-9,8	-3,2	95,1
Bonos y obligaciones	253,9	64,0	0,8	2,1	53,1	1,7	6,3	7,0	0,4	4,7	2,3	86,5	6,1	-2,8	85,6
Instrum. mercado monetario	85,3	46,2	-0,7	3,8	42,6	0,0	0,5	-0,6	0,5	7,6	1,5	36,9	-15,9	-0,4	9,5
Otras inversiones	-226,3	-251,8	52,9	-1,2	-338,5	49,0	-14,0	1,0	16,5	4,2	-74,4	-93,1	42,6	29,4	99,5
Activos	770,8	199,4	23,9	2,2	99,6	67,3	6,5	3,6	9,7	16,0	-38,8	314,4	121,8	14,2	130,6
AAPP	-4,6	-1,4	1,0	0,2	-3,0	-0,3	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-3,7
IFM	504,3	139,2	20,6	3,4	42,1	67,6	5,5	2,6	6,2	24,9	-37,7	133,9	98,6	13,7	122,9
Otros sectores	271,1	61,7	2,3	-1,4	60,5	0,0	0,3	1,0	3,5	-8,9	-1,2	180,4	23,2	0,0	11,4
Pasivos	997,1	451,2	-29,0	3,4	438,1	18,3	20,5	2,6	-6,8	11,8	35,5	407,5	79,3	-15,2	31,1
AAPP	2,0	3,9	-0,1	0,1	-3,9	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,8	-0,9
IFM	722,0	407,3	-28,6	0,5	414,2	13,1	8,1	2,0	-8,0	11,2	22,9	203,5	66,5	-14,3	31,0
Otros sectores	273,0	40,1	-0,3	2,8	27,8	5,2	4,6	0,6	1,1	0,7	12,6	204,3	12,7	-0,1	1,0

Fuente: BCE.

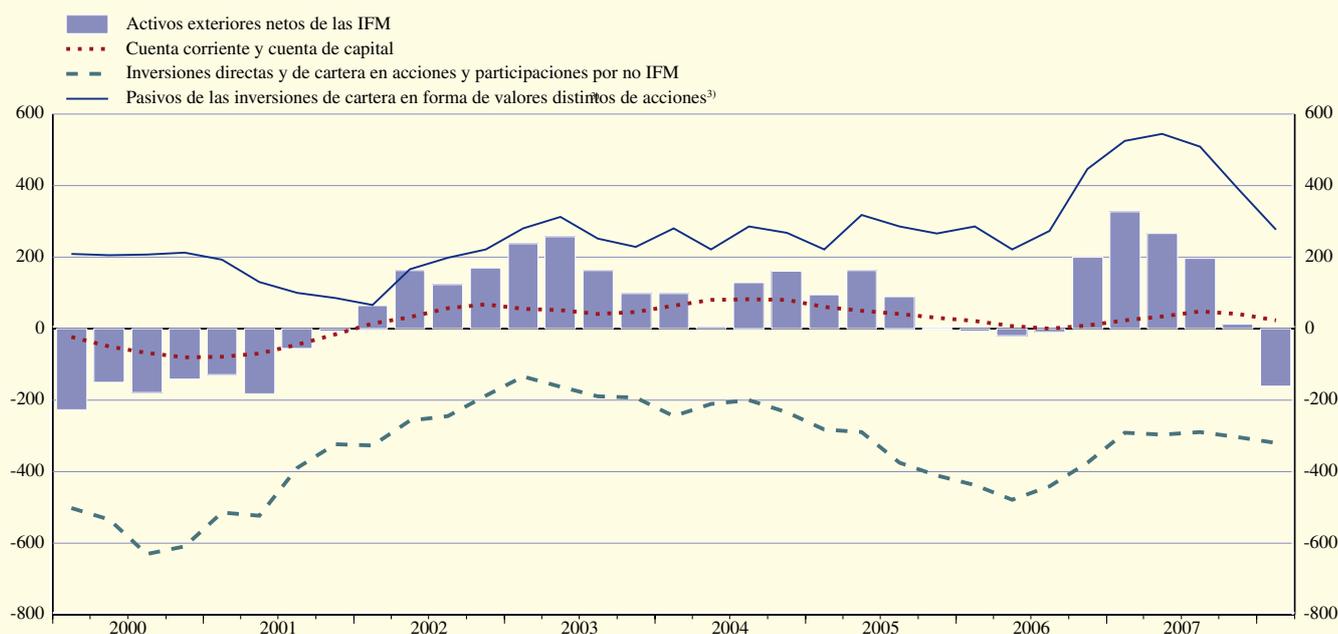
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,3
2007	41,4	-375,3	283,8	-182,0	142,4	390,1	-291,6	247,3	-90,7	-129,7	35,8	13,3
2007 I	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	88,2
II	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-0,2
III	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,0	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,3	-67,3
IV	17,9	-84,3	74,1	-19,3	-39,8	42,6	-31,8	13,4	-28,8	68,0	12,0	-7,5
2008 I	-9,8	-130,6	38,2	-8,7	5,8	52,5	-45,7	38,1	-14,9	-9,4	-84,3	-85,2
2007 May	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,7	-9,4	-13,5
Jun	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,8	48,6	55,7
Jul	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	8,2
Ago	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-48,9	-51,1
Sep	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	4,8	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,3	-24,4
Oct	5,8	-34,9	59,2	-12,7	-24,2	4,3	-26,4	3,9	1,4	36,9	13,3	11,9
Nov	4,3	-28,4	41,5	-2,4	-7,3	64,9	-12,6	10,7	-22,7	-14,5	33,5	28,6
Dic	7,8	-21,0	-26,6	-4,2	-8,3	-26,6	7,3	-1,1	-7,6	45,6	-34,8	-48,0
2008 Ene	-15,8	-75,9	30,0	17,4	-9,8	33,7	-6,5	36,1	-19,2	-7,1	-17,1	-18,5
Feb	9,8	-31,1	11,9	-5,0	19,9	15,9	-10,5	-30,8	1,7	-1,4	-19,7	-13,9
Mar	-3,9	-23,5	-3,6	-21,1	-4,3	2,9	-28,7	32,8	2,6	-0,9	-47,5	-52,8
Abr	-6,9	23,1	-41,2	-10,5	-37,2	43,8	-1,4	-9,6	-14,2	-11,3	-65,3	-75,3
May	-19,7	-9,7	-0,8	-35,2	4,2	36,7	-3,1	6,3	-29,7	-24,5	-75,5	-70,1
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 May	10,2	-336,3	157,9	-144,0	23,6	269,3	-237,2	242,4	-122,8	-92,9	-229,8	-249,8

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	9,3	1.144,5	543,6	246,3	313,7	995,0	1.075,8	605,0	184,2	256,7	771,3	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,3	589,9	269,0	333,8	1.068,7	1.227,4	706,2	208,2	277,0	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,9	686,5	296,4	365,3	1.182,9	1.397,4	857,0	216,4	304,5	943,8	224,6
2007	8,4	5,7	1.501,3	736,8	323,8	393,3	1.276,2	1.474,6	897,7	224,1	323,9	1.010,5	222,2
2006 IV	12,3	7,6	363,0	181,9	77,3	95,3	312,2	356,6	219,0	53,9	78,3	246,4	51,8
2007 I	9,0	5,2	367,9	180,5	79,5	96,5	311,6	359,0	216,4	56,8	79,7	250,2	47,5
II	9,4	3,6	370,6	181,5	80,3	97,0	317,2	360,2	220,6	53,9	79,2	249,9	52,5
III	10,1	6,4	381,2	187,3	81,8	100,0	326,2	375,4	227,2	57,3	82,4	259,5	57,5
IV	5,4	7,4	381,6	187,5	82,3	99,8	321,3	380,0	233,5	56,1	82,5	250,8	64,7
2008 I	6,7	9,4	395,1	193,9	84,1	104,2	331,3	395,2	246,9	57,2	81,6	255,7	70,0
2007 Dic	-0,2	5,1	124,5	61,2	26,5	32,6	103,8	125,9	79,2	18,0	26,8	82,2	22,8
2008 Ene	10,1	12,6	132,3	65,3	28,3	35,2	110,7	133,6	82,6	19,5	28,0	85,9	24,6
Feb	12,8	10,1	134,1	65,8	28,6	35,6	112,9	131,7	81,6	19,1	27,3	86,0	21,5
Mar	-1,7	5,5	128,7	62,8	27,2	33,4	107,7	129,9	82,7	18,6	26,3	83,8	23,9
Abr	15,9	15,8	135,8	67,4	28,6	35,7	112,5	134,5	84,7	18,6	27,2	84,4	23,9
May	4,1	9,1	131,2	.	.	.	108,1	132,8	.	.	.	83,2	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	6,4	117,5	114,9	120,2	118,6	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,2	131,2	134,4	121,0	117,9	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,2	141,5	138,8	151,0	139,4	142,1	125,9	119,8	136,7	138,5	133,8	107,0
2006 IV	9,6	6,0	139,2	140,5	145,8	136,8	140,7	125,2	122,6	130,0	134,9	131,0	111,4
2007 I	7,2	6,3	139,9	137,2	148,9	137,0	139,2	126,2	121,2	137,1	137,0	132,4	108,1
II	6,5	3,4	139,4	136,3	149,2	137,7	140,7	124,4	119,6	132,2	137,0	132,4	105,8
III	7,4	5,3	143,2	140,5	152,4	141,4	144,9	126,8	119,5	140,1	139,4	136,7	106,5
IV	3,4	1,7	143,5	141,0	153,7	141,7	143,7	126,3	119,0	137,5	140,6	133,7	107,9
2008 I	3,8	-1,0	146,1	142,4	154,6	146,1	146,8	125,7	119,4	138,9	137,2	134,4	109,2
2007 Dic	-2,1	-1,3	140,2	138,2	147,1	139,0	139,3	124,1	119,3	132,2	136,5	131,4	109,7
2008 Ene	6,9	2,0	147,3	144,5	155,9	148,9	147,8	128,2	121,1	142,4	140,0	135,4	117,1
Feb	9,6	-0,2	148,6	145,0	158,8	148,9	149,8	126,0	118,9	137,9	137,7	135,2	101,6
Mar	-4,0	-4,7	142,5	137,8	149,3	140,6	143,0	123,0	118,2	136,3	134,0	132,6	109,1
Abr	13,4	5,4	150,6	147,5	158,6	150,1	149,6	127,4	120,7	137,0	140,1	134,2	106,8
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índice de valor unitario (s.d; 2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,1	107,9	104,1	114,6	126,8	89,4	106,0	102,8	169,3
2006 IV	2,6	1,5	104,5	105,8	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,5
2007 I	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,7	107,9	103,8	111,3	120,9	90,3	105,5	102,9	143,5
II	2,8	0,2	106,6	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	89,0	104,9	102,8	162,1
III	2,5	0,9	106,7	108,9	100,3	108,3	104,4	115,8	128,7	89,3	107,2	103,4	176,2
IV	2,0	5,6	106,6	108,7	100,0	107,8	103,7	117,7	132,8	89,0	106,3	102,2	195,5
2008 I	2,8	10,5	108,4	111,2	101,6	109,2	104,6	123,0	140,0	89,9	107,8	103,6	209,0
2007 Dic	1,9	6,4	106,8	108,5	100,8	107,6	103,7	119,0	134,8	89,2	106,9	102,2	203,4
2008 Ene	3,1	10,5	108,0	110,7	101,6	108,6	104,2	122,4	138,5	89,8	108,7	103,7	205,9
Feb	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,7	139,4	90,4	108,0	103,9	206,7
Mar	2,5	10,6	108,6	111,7	102,2	109,2	104,8	123,9	142,1	89,4	106,6	103,3	214,3
Abr	2,2	9,8	108,5	112,0	101,1	109,2	104,6	123,9	142,6	88,6	105,7	102,8	218,5
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	América Latina	Otros países
	1	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	6	7	8	9	China	Japón	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2004	1.144,5	25,8	42,1	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	100,3
2005	1.238,3	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	108,7
2006	1.384,9	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,2	38,8	199,9	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7
2007	1.501,3	33,8	55,3	228,8	220,1	67,1	81,9	40,9	195,2	296,2	60,2	34,3	87,2	61,3	133,5
2006 IV	363,0	8,2	13,2	54,9	51,2	15,7	20,8	9,7	51,2	71,9	14,8	8,7	20,1	14,2	31,9
2007 I	367,9	8,3	13,5	56,9	52,5	15,6	20,5	10,2	49,7	72,0	14,3	8,7	21,3	14,8	32,7
II	370,6	8,4	13,9	55,8	53,8	16,7	20,0	9,9	48,7	73,3	14,9	8,8	21,4	15,4	33,2
III	381,2	8,5	14,2	58,6	56,4	17,3	20,6	10,3	49,5	75,1	15,4	8,5	22,2	15,6	33,0
IV	381,6	8,5	13,7	57,5	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,7	8,2	22,2	15,6	34,6
2008 I	395,1	8,8	13,9	57,6	60,6	19,2	20,8	11,7	48,3	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,0
2007 Dic	124,5	2,8	4,5	18,9	19,0	5,8	6,8	3,5	15,1	25,4	5,3	2,8	7,5	5,0	10,1
2008 Ene	132,3	2,9	4,6	19,8	20,2	6,2	6,9	3,9	16,4	26,1	5,8	2,9	7,8	5,3	12,1
Feb	134,1	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,6	26,4	5,5	2,9	8,1	5,4	12,8
Mar	128,7	2,9	4,6	18,7	20,0	6,5	7,0	3,7	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,3	11,1
Abr	135,8	3,0	4,6	20,2	21,0	6,5	7,2	3,8	16,2	26,1	5,9	2,8	8,0	5,3	13,7
May	131,2	.	.	.	.	6,3	7,2	3,6	14,7	25,6	5,5	2,8	7,9	5,3	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
Importaciones (c.i.f.)															
2004	1.075,8	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,4	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,6	118,2	53,2	96,0	53,8	84,2
2006	1.397,4	28,5	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.474,6	28,1	51,6	167,8	174,5	97,4	67,1	32,2	131,1	445,4	170,1	58,5	112,6	74,6	92,3
2006 IV	356,6	7,1	12,7	40,9	41,0	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,8	14,4	27,8	17,4	23,4
2007 I	359,0	7,0	12,8	40,8	41,5	22,6	16,9	7,9	33,4	110,4	42,4	14,8	26,4	18,1	21,1
II	360,2	7,0	12,8	41,6	42,5	23,8	16,5	7,9	32,2	107,6	39,9	14,3	26,9	18,3	23,3
III	375,4	7,3	12,8	42,8	44,9	23,6	17,2	8,1	33,3	114,8	44,6	14,8	28,1	18,8	23,6
IV	380,0	6,8	13,2	42,5	45,7	27,4	16,5	8,3	32,2	112,6	43,2	14,5	31,2	19,4	24,3
2008 I	395,2	7,2	13,9	43,6	48,1	28,0	16,9	8,4	33,8	115,9	43,4	14,6	33,9	19,6	25,9
2007 Dic	125,9	2,2	4,4	14,0	14,9	9,2	5,4	2,8	10,5	37,6	14,1	4,8	11,5	6,4	6,9
2008 Ene	133,6	2,3	4,6	14,9	15,9	9,5	5,5	2,8	11,4	39,4	14,9	4,8	11,5	6,6	9,1
Feb	131,7	2,6	4,7	14,5	16,0	9,2	5,8	2,8	11,2	38,3	14,5	5,0	11,3	6,5	8,9
Mar	129,9	2,3	4,6	14,2	16,1	9,3	5,5	2,8	11,2	38,2	14,0	4,8	11,1	6,5	7,9
Abr	134,5	2,7	4,5	14,2	16,7	9,9	5,7	2,9	11,0	38,4	14,4	4,9	12,3	6,9	9,2
May	132,8	.	.	.	.	9,7	5,5	2,8	10,8	37,2	14,3	4,5	11,4	6,9	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,3
Saldo															
2004	68,7	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,2	-83,6	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	24,0
2005	10,9	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,4	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,4
2006	-12,5	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	74,0	-146,9	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,7
2007	26,7	5,7	3,7	61,0	45,6	-30,3	14,9	8,7	64,1	-149,2	-110,0	-24,2	-25,5	-13,3	41,2
2006 IV	6,3	1,1	0,6	14,0	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,6	-36,2	-25,0	-5,6	-7,7	-3,2	8,4
2007 I	8,9	1,3	0,6	16,1	11,0	-7,0	3,6	2,3	16,3	-38,4	-28,1	-6,2	-5,1	-3,3	11,6
II	10,4	1,4	1,1	14,2	11,3	-7,0	3,5	2,0	16,6	-34,3	-25,1	-5,5	-5,5	-2,9	9,9
III	5,9	1,2	1,4	15,8	11,5	-6,3	3,4	2,2	16,1	-39,7	-29,2	-6,3	-6,0	-3,2	9,4
IV	1,5	1,7	0,5	15,0	11,8	-9,9	4,3	2,2	15,1	-36,7	-27,6	-6,2	-8,9	-3,9	10,3
2008 I	-0,1	1,6	0,0	14,0	12,5	-8,8	4,0	3,3	14,5	-37,7	-26,6	-6,2	-10,1	-3,7	10,2
2007 Dic	-1,4	0,6	0,0	4,9	4,0	-3,4	1,4	0,7	4,6	-12,2	-8,8	-2,0	-3,9	-1,4	3,2
2008 Ene	-1,3	0,7	0,0	4,9	4,3	-3,3	1,4	1,1	5,0	-13,4	-9,1	-2,0	-3,7	-1,3	3,1
Feb	2,3	0,4	0,0	4,7	4,4	-2,7	1,2	1,2	5,5	-11,8	-9,0	-2,1	-3,2	-1,1	3,9
Mar	-1,1	0,6	0,0	4,5	3,9	-2,9	1,4	0,9	4,0	-12,4	-8,5	-2,0	-3,1	-1,3	3,2
Abr	1,4	0,3	0,1	6,0	4,3	-3,4	1,5	0,9	5,2	-12,3	-8,6	-2,0	-4,2	-1,6	4,5
May	-1,5	.	.	.	.	-3,3	1,7	0,7	3,9	-11,6	-8,9	-1,7	-3,5	-1,6	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,2	101,9	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	98,7	101,5	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,8	106,0	101,6	104,7	114,2	106,6
2007 II	107,1	107,7	106,1	105,5	101,8	104,4	113,5	106,0
III	107,6	108,2	106,8	106,0	101,3	104,6	114,1	106,4
IV	110,5	111,2	109,5	108,5	104,1	107,4	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,1	111,2	110,7	105,9	109,4	119,4	110,8
II	115,7	115,7	113,2	-	-	-	122,6	113,3
2007 Jul	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
Ago	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,0
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
Nov	111,0	111,7	109,9	-	-	-	117,6	109,7
Dic	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9
Feb	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
Mar	114,6	115,0	112,8	-	-	-	121,5	112,8
Abr	116,0	116,1	113,9	-	-	-	123,1	113,8
May	115,5	115,6	113,2	-	-	-	122,4	113,2
Jun	115,4	115,5	112,6	-	-	-	122,4	113,1
Jul	115,8	115,8	112,8	-	-	-	122,8	113,4
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Jul	0,3	0,3	0,2	-	-	-	0,4	0,3
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Jul	7,6	7,2	6,0	-	-	-	7,8	6,7

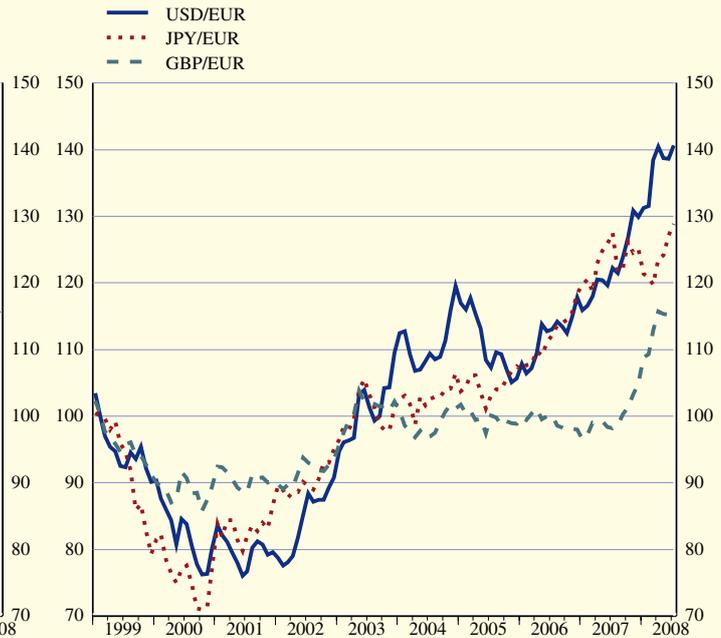
C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 IV	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
II	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1.590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
2008 Ene	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1.387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
Feb	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
Mar	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
Abr	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
May	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
Jun	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1.604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
Jul	7,4599	9,4566	0,79308	1,5770	168,45	1,6193	1.604,58	12,3004	2,1438	1,5974	8,0487	1,6386
% variación sobre mes anterior												
2008 Jul	0,0	0,9	0,2	1,4	1,3	0,3	0,0	1,3	0,8	1,1	0,7	0,3
% variación sobre año anterior												
2008 Jul	0,3	3,0	17,6	15,0	1,0	-2,3	27,4	14,7	3,1	10,8	1,4	3,7

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2007 IV	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036
II	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717
2008 Ene	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322
Feb	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632
Mar	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309
Abr	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500
May	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408
Jun	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206
Jul	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128
% variación sobre mes anterior											
2008 Jul	-3,2	0,0	0,0	0,0	-4,4	-3,4	0,0	0,0	-2,2	-0,2	-0,4
% variación sobre año anterior											
2008 Jul	-17,0	0,0	0,9	0,0	-6,1	-13,5	-9,0	0,0	14,1	-0,9	8,8

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ^{b)}	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2007 IV	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461
II	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437
2008 Ene	2,6111	10,6568	94,50	13.839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758
Feb	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085
Mar	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848
Abr	2,6602	11,0237	116,65	14.497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752
May	2,5824	10,8462	117,46	14.436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942
Jun	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649
Jul	2,5097	10,7809	123,61	14.442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821
% variación sobre mes anterior											
2008 Jul	-0,3	0,5	0,3	0,0	1,2	0,3	2,3	2,6	0,1	-2,5	2,3
% variación sobre año anterior											
2008 Jul	-2,7	3,8	48,6	16,1	8,6	8,7	19,8	13,3	5,1	25,7	26,2

Fuente: BCE.

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 IV	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 I	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
II	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,8	3,4
2008 Feb	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
Mar	13,2	7,1	3,3	11,2	16,6	11,4	6,7	4,4	8,7	3,6	3,2	2,5
Abr	13,4	6,7	3,4	11,6	17,4	11,9	6,8	4,3	8,7	3,7	3,2	3,0
May	14,0	6,8	3,6	11,4	17,7	12,3	6,9	4,3	8,5	4,0	3,9	3,3
Jun	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,1	3,8
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje: media del período												
2008 Ene	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	7,15	4,48	4,09	4,26
Feb	5,24	4,53	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	7,29	4,36	4,02	4,45
Mar	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
Abr	4,80	4,72	4,29	-	5,93	4,59	8,02	5,99	7,35	4,46	4,06	4,62
May	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
Jun	5,17	5,13	4,82	-	6,25	5,33	8,50	6,42	7,15	4,94	4,43	5,16
Tipos de interés a tres meses en porcentaje: media del período												
2008 Ene	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
Feb	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
Mar	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
Abr	6,77	4,11	5,00	6,33	5,96	5,05	8,54	6,29	11,59	4,28	4,86	5,92
May	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
Jun	7,02	4,21	5,32	6,41	6,15	5,45	8,87	6,38	11,29	4,34	5,02	5,93
PIB real												
2006	6,3	6,8	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,6	1,7	7,1	10,3	8,8	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 IV	6,9	6,3	1,5	4,8	8,1	8,5	0,5	6,7	6,6	14,3	2,4	2,8
2008 I	7,0	5,3	-0,6	0,1	3,3	6,8	0,8	6,4	8,2	8,7	1,9	2,3
II	.	.	.	.	.	5,7	.	.	.	.	1,0	1,6
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,9	2,9	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-16,6	-20,9	-11,9	-3,8	-2,7	-13,5	-4,7	8,1	-4,1
2007 III	-11,8	-4,4	2,1	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-5,2
IV	-25,1	-2,1	1,7	-14,2	-13,2	-10,2	-2,4	-1,9	-13,5	-6,8	9,1	-2,5
2008 I	-22,7	3,8	-2,1	-11,2	-18,3	-14,0	-1,3	-3,3	-14,1	-0,5	10,4	-2,2
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,2	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	0,2	.	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	2,3	3,7	18,9	24,9	7,0	6,8	.	.	0,2	4,3	1,3
2007 III	16,7	2,5	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,6	2,1
IV	14,5	1,1	3,5	19,1	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	1,4
2008 I	16,8	5,1	6,8	19,1	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,4
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,4	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,3
2007 IV	6,1	4,9	3,4	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 I	6,2	4,5	3,0	4,2	6,1	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,7	5,1
II	5,7	4,4	2,7	4,1	5,6	4,4	7,6	7,5	.	10,5	5,3	.
2008 Feb	6,2	4,5	3,0	4,3	6,0	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,7	5,1
Mar	6,1	4,4	2,9	4,2	6,0	4,6	7,6	7,5	6,0	10,3	5,6	5,2
Abr	5,7	4,4	2,7	4,2	5,6	4,5	7,5	7,6	.	10,5	5,5	5,1
May	5,7	4,4	2,7	4,1	5,6	4,4	7,6	7,5	.	10,5	5,3	.
Jun	5,7	4,3	2,6	4,1	5,7	4,3	7,6	7,3	.	10,5	5,1	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

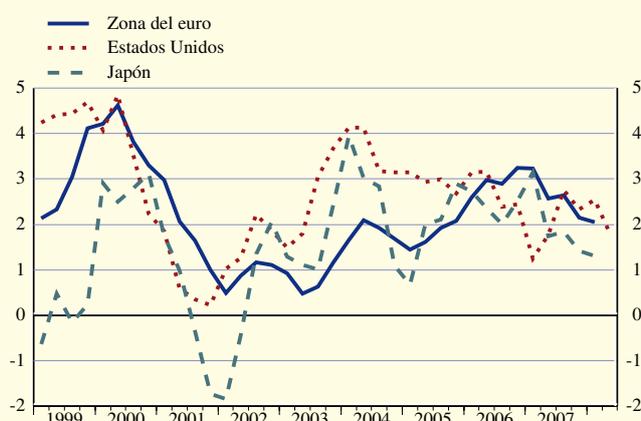
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero) ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	2,1	2,9	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	2,9	2,8	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	3,2	2,0	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 II	2,7	4,3	1,8	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	2,8	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
IV	4,0	1,4	2,3	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 I	4,1	0,7	2,5	2,0	4,9	6,5	3,26	4,24	1,4976	.	.
II	4,4	.	1,8	-0,1	5,3	6,3	2,75	4,81	1,5622	.	.
2008 Mar	4,0	-	-	1,4	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
Abr	3,9	-	-	0,1	5,0	6,5	2,79	4,59	1,5751	-	-
May	4,2	-	-	-0,1	5,5	6,4	2,69	4,82	1,5557	-	-
Jun	5,0	-	-	-0,4	5,5	6,1	2,77	4,81	1,5553	-	-
Jul	.	-	-	.	5,7	.	2,79	4,80	1,5770	-	-
Japón											
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,7	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 II	-0,1	-1,4	1,7	2,3	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
III	-0,1	-1,5	1,8	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
IV	0,5	-2,0	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	.	1,3	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
II	1,4	.	.	1,0	4,0	2,1	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 Mar	1,2	.	-	-0,6	3,8	2,2	0,97	1,48	156,59	-	-
Abr	0,8	.	-	1,9	4,0	1,9	0,92	1,76	161,56	-	-
May	1,3	.	-	1,1	4,0	2,0	0,92	2,00	162,31	-	-
Jun	2,0	.	-	0,2	4,1	2,3	0,92	1,88	166,26	-	-
Jul	.	.	-	.	.	.	0,92	1,77	168,45	-	-

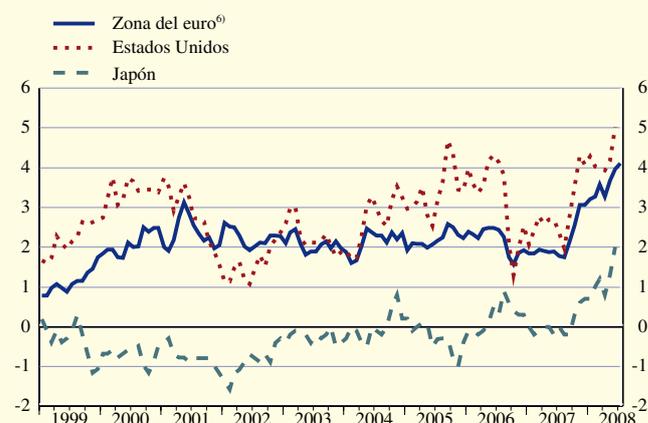
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

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

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

4) Para más información, véase sección 8.2.

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

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



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y posiciones trimestrales (L_t), de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 6 de agosto de 2008.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al

Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia y a partir del 2008 los datos se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de

cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Euro-sistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figu-

ran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la

cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de

cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-15 (es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse pe-

riódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección

4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación

de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta

diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de periodo estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el

gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁶, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁷. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n.º 1051.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁸, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

⁸ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

⁹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

10 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

11 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como por ejemplo préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de valor unitario se presentan sin ajustes, mientras que los datos de comercio en términos nominales y en términos reales son desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por productos que figura en las

columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en el registro de importaciones.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-22 está integrado por los 12 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro,

más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-22, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

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

3 DE JULIO DE 2008

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 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. 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 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre mayo y julio del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.

«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.

«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.

«La dimensión externa del análisis monetario», agosto 2008.

«El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», por K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.
- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», por P. Athanassiou y N. Max-Guix, julio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», por P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.

- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», por M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganeli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», por L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», por T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», por G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.
- 85 «Benchmarking the Lisbon strategy», por D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», por M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», by a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia», por S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», por R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.
- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», por M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», por R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», por M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 893 «Sticky wages: evidence from quarterly microeconomic data», por T. Heckel, H. Le Bihan y M. Montornès, mayo 2008.
- 894 «The role of country-specific trade and survey data in forecasting euro area manufacturing production: perspective from large-panel factor models», por M. Darracq Pariès y L. Maurin, mayo 2008.
- 895 «On the empirical evidence of the intertemporal current account model for the euro area countries», por M. Ca'Zorzi y M. Rubaszek, mayo 2008.
- 896 «The Maastricht convergence criteria and optimal monetary policy for the EMU accession countries», por A. Lipińska, mayo 2008.
- 897 «DSGE modelling when agents are imperfectly informed», por P. De Grauwe, mayo 2008.
- 898 «Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence», por A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan y D.-J. Jansen, mayo 2008.

- 899 «Robust monetary rules under unstructured and structured model uncertainty», por P. Levine y J. Pearlman, mayo 2008.
- 900 «Forecasting inflation and tracking monetary policy in the euro area: does national information help?», por R. Cristadoro, F. Venditti y G. Saporito, mayo 2008.
- 901 «The usefulness of infra-annual government cash budgetary data for fiscal forecasting in the euro area», por L. Onorante, D. J. Pedregal, J. J. Pérez y S. Signorini, mayo 2008.
- 902 «Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs», por G. Coenen, M. Mohr y R. Straub, mayo 2008.
- 903 «A robust criterion for determining the number of static factors in approximate factor models», por L. Alessi, M. Barigozzi y M. Capasso, mayo 2008.
- 904 «Does money matter in the IS curve? The case of the United Kingdom», por B. E. Jones y L. Stracca, junio 2008.
- 905 «A persistence-weighted measure of core inflation in the euro area», por L. Bilke y L. Stracca, junio 2008.
- 906 «The impact of the euro on equity markets: a country and sector decomposition», por L. Cappiello, A. Kadareja y S. Manganeli, junio 2008.
- 907 «Globalisation and the euro area: simulation-based analysis using the New Area-Wide Model», por P. Jacquinot y R. Straub, junio 2008.
- 908 «Three-step analysis of public finances sustainability: the case of the European Union», por A. Afonso y C. Rault, junio 2008.
- 909 «Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis», por C. Ewerhart y J. Tapking, junio 2008.
- 910 «How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches», por M. Scheicher, junio 2008.
- 911 «Global liquidity glut or global savings glut? A structural VAR approach», por T. Bracke y M. Fidora, junio 2008.
- 912 «Labour cost and employment across euro area countries and sectors», por B. Pierluigi y M. Roma, junio 2008.
- 913 «Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach», por L. Cappiello, M. Lo Duca y A. Maddaloni, junio 2008.
- 914 «Evolution and sources of manufacturing productivity growth: evidence from a panel of European countries», por S. Giannangeli y R. Gómez-Salvador, junio 2008.
- 915 «Medium-run redux: technical change, factor shares and frictions in the euro area», por P. McAdam y A. Willman, junio 2008.
- 916 «Optimal reserve composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies», por R. Beck y E. Rahbari, julio 2008.
- 917 «Modelling and forecasting the yield curve under model uncertainty», por P. Donati y F. Donati, julio 2008.
- 918 «Imports and profitability in the euro area manufacturing sector: the role of emerging market economies», por T. Peltonen, M. Skala, A. Santos Rivera y G. Pula, julio 2008.
- 919 «Fiscal policy in real time», por J. Cimadomo, julio 2008.
- 920 «An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports», por A. Berthou, julio 2008.
- 921 «Foreign direct investment and environmental taxes», por R. A. De Santis y F. Stähler, julio 2008.
- 922 «A review of nonfundamentalness and identification in structural VAR models», por L. Alessi, M. Barigozzi y M. Capasso, julio 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.
- «Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.
- «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.
- «Financial integration in Europe», marzo 2007.
- «TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
- «Cómo el euro se convirtió en nuestra moneda. Breve historia de los billetes y monedas en euros», abril 2007.
- «Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
- «TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
- «European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
- «The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
- «Review of the international role of the euro», junio 2007.
- «Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
- «Financial Stability Review», junio 2007.
- «Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.
- «The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (sólo en Internet).
- «Fifth SEPA progress report», julio 2007 (sólo en Internet).
- «Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.
- «The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.
- «European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.
- «Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.
- «EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).

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

«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).

«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).

«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).

«Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2008.

«Financial Stability Review», junio 2008.

«Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.

«The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).

«Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.

«CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

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

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.^a edición, mayo 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.



GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.