



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
SEPTIEMBRE**

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 SEPTIEMBRE 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 3 de septiembre de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	11 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro	88
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
Entorno exterior de la zona del euro	9	ANEXOS	
Evolución monetaria y financiera	24	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Precios y costes	67	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	V
Producto, demanda y mercado de trabajo	76	Glosario	XIII
Evolución de las finanzas públicas	92		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	96		
Recuadros			
1 Evolución de los precios de los alimentos en los países de la UE de Europa central y oriental no pertenecientes a la zona del euro	13		
2 Actividad financiera en los mercados de petróleo	20		
3 El impacto de la titulización fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM	29		
4 El impacto de las nuevas operaciones y de los efectos de valoración sobre el valor de los fondos de inversión de la zona del euro	37		
5 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 14 de mayo y el 12 de agosto de 2008	42		
6 Evolución reciente de la estructura temporal de las tasas de inflación implícitas en la zona del euro	48		
7 Evolución de la financiación con recursos propios de las sociedades no financieras cotizadas	60		
8 Evolución de los precios de la energía no derivada del petróleo	68		
9 La evolución del número total de horas trabajadas en la zona del euro: una perspectiva a largo plazo	81		
10 El desempleo juvenil en la zona del euro	85		

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 4 de septiembre 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 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 siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Si bien el crecimiento de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios está ahora mostrando ciertos signos de moderación, el aún vigoroso ritmo de la expansión monetaria subyacente apunta a la continuidad de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Los datos más recientes también corroboran la desaceleración del crecimiento del PIB real a mediados del 2008. Esto se debe en parte a una reacción técnica esperada frente al fuerte aumento registrado en el primer trimestre del año, así como a efectos moderadores derivados de factores de ámbito mundial y nacional, incluidos los efectos directos e indirectos de los elevados precios de las materias primas. En este contexto, sigue siendo imperativo evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados en 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 firme 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 sostenible y el empleo. 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 en el futuro.

Comenzando con el análisis económico, según la primera estimación de Eurostat, tras el fuerte crecimiento intertrimestral del 0,7% registrado en el primer trimestre, el PIB real de la zona del euro descendió en un 0,2% en el segundo trimestre del

2008. En tasa intertrimestral, el consumo privado se redujo un 0,2% y se registró una debilidad perceptible de la inversión, que cayó un 1,2%. Tanto las exportaciones como las importaciones de la zona del euro se redujeron en un 0,4%.

Considerando todos los datos disponibles, la zona del euro está atravesando actualmente un episodio de debilidad de la actividad, caracterizado por el efecto del elevado nivel del precio de las materias primas en la confianza de los consumidores y en la demanda, y por la disminución del crecimiento de la inversión. Cabe esperar que a este episodio siga un período de recuperación gradual. En particular, la bajada de los precios del petróleo, desde el máximo registrado en julio, contribuirá, si persiste, a reforzar la renta real disponible, en un contexto en el que el nivel de empleo se mantiene alto y la tasa de paro, baja en términos históricos. Asimismo, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga mostrando una relativa resistencia, respaldado principalmente por el sólido crecimiento de las economías emergentes, lo que debería sostener la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro y, en consecuencia, de la inversión.

Estas perspectivas también quedan reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2008. De acuerdo con estas proyecciones, la tasa media de crecimiento anual del PIB real se mantendría en un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008, y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema publicadas en junio, las cifras de crecimiento del PIB real previstas para el 2008 y el 2009 se han revisado a la baja.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre en torno a estas perspectivas de actividad económica es particularmente elevada en el momento actual y, en general, persisten los riesgos a la baja. Estos riesgos tienen su origen, en particular, en aumentos adicionales de los precios de la energía y de los alimentos, que podrían tener un efecto moderador sobre el consumo y la inversión. Por otra parte, siguen existiendo riesgos a la baja relacionados con la posibilidad de que las tensiones de los mercados financieros afecten a la economía real más negati-

vamente de lo previsto actualmente. La posibilidad de una evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales, así como la inquietud por el aumento de las presiones proteccionistas, representan, asimismo, riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido considerablemente por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios desde el pasado otoño, situándose, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el 3,8% en agosto, frente al 4,0% registrado en junio y en julio del 2008. 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. Además, el crecimiento de los salarios ha repuntado en los últimos trimestres, en un período en que el crecimiento de la productividad laboral se ha desacelerado, trayendo como consecuencia fuertes aumentos de los costes laborales unitarios.

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 niveles compatibles con la estabilidad de precios durante algún tiempo y que se modere, aunque sólo de forma gradual, durante el 2009. En consonancia con esta valoración, las proyecciones de septiembre de los expertos del BCE sitúan la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008, y entre el 2,3% y el 2,9% en el 2009. La subida de la inflación prevista en las proyecciones para el 2008 y el 2009 refleja principalmente el incremento de los precios energéticos y, en menor medida, un alza de los precios de los alimentos y los servicios más pronunciada de lo estimado anteriormente.

En este contexto, es importante recordar la naturaleza condicional de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE, que se basan en una serie de supuestos de carácter puramente técnico, sin vinculación con orientaciones de política. En especial, los supuestos técnicos relativos a los tipos de

interés a corto plazo reflejan las expectativas de los mercados a mediados de agosto. Asimismo, es necesario señalar que las proyecciones se basan en el supuesto de que aunque los precios del petróleo y de otras materias primas se mantendrán en niveles elevados, mostrarán durante el horizonte temporal de las proyecciones más estabilidad que en los últimos meses, en consonancia con los precios de los contratos de futuros que se observan.

En opinión del Consejo de Gobierno, en el horizonte temporal a medio plazo, que es el relevante para la política monetaria, existen riesgos al alza para las perspectivas de evolución de los precios. Entre estos riesgos se cuentan la posibilidad de nuevas subidas de los precios de las materias primas y de que los pasados incrementos generen efectos indirectos adicionales y más pronunciados sobre los precios consumo. En particular, existe una preocupación muy seria de que la emergencia de efectos generalizados de segunda vuelta en la fijación de los precios y los salarios pudiera intensificar significativamente las presiones inflacionistas. Por otra parte, los riesgos al alza para la estabilidad de precios podrían verse agravados por subidas imprevistas de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

En estas circunstancias, es imperativo garantizar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. 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. 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. Todas las partes, tanto del sector privado como del sector público, deben asumir sus responsabilidades al respecto. El Consejo de Gobierno ha expresado reiteradamente su preocupación acerca de la existencia de mecanismos de indicación de los salarios nominales a los precios de consumo. Estos mecanismos 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 respectivos. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eliminen estos sistemas.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y 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, también ante la continuación de las tensiones en los mercados financieros, presta apoyo a la necesaria orientación a medio plazo de la política monetaria, centrando su atención en los riesgos al alza para la estabilidad de precios que prevalecen 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 —reflejo 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.

El aplanamiento actual de la curva de rendimientos ha dado lugar a una sustitución de activos a más largo plazo por instrumentos monetarios, que ofrecen una remuneración similar, con mayor liquidez y menor riesgo. Esta sustitución ha llevado a que la actual tasa de crecimiento de M3 sobreestime la tasa subyacente de expansión monetaria. Al mismo tiempo, los desplazamientos desde depósitos a la vista se han reflejado en un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de M1 registrado en julio. Dichos efectos y otros factores de carácter temporal han de tenerse en cuenta a la hora de evaluar la evolución monetaria y sus consecuencias. Un análisis general de los datos, adoptando la perspectiva adecuada de medio plazo y teniendo en cuenta estas consideraciones, confirma la fortaleza del crecimiento monetario subyacente.

En particular, 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. Aún así, el crecimiento de los préstamos muestra actualmente signos de moderación, conforme a lo previsto, y la demanda de crédito por parte de las empresas está descendiendo. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos a los hogares mantiene la tendencia a la baja observada durante los últimos años, como resultado del incremento de los tipos de interés a corto plazo y de la debilidad del mercado de la vivienda en diversas regiones de la zona del euro.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma claramente la valoración de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno 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. Si bien el crecimiento de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios está ahora mostrando ciertos signos de moderación, la continuación del vigoroso ritmo de la expansión monetaria subyacente apunta a la continuidad de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Asimismo, los datos más recientes corroboran la desaceleración del crecimiento del PIB real a mediados del 2008. Esto se debe en parte a una reacción técnica esperada frente al fuerte aumento intertrimestral registrado en el primer trimestre y a los efectos moderadores de factores de ámbito mundial y nacional, incluidos los efectos directos e indirectos del alto nivel de los precios de las materias primas. En este contexto, sigue siendo imperativo evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados en 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 firme 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 de estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro.

En lo que se refiere a la política fiscal, los planes presupuestarios para el 2009 han de contemplar en su integridad los compromisos presupuestarios declarados. Esto implica que los países de la zona del euro que presentan déficit relativamente abultados deben precisar medidas de saneamiento mucho más ambiciosas y concretas, especialmente en lo que se refiere al gasto. Los países que han logrado ya sus objetivos presupuestarios a medio plazo han de garantizar que mantienen situaciones presupuestarias estructurales saneadas. En las circunstancias actuales, la perseverancia en la aplicación de políticas orientadas a la estabilidad presupuestaria, coadyuvaría a contener las presiones inflacionistas y daría el margen presupuestario requerido para que los estabilizadores automáticos contribuyan a suavizar el ciclo económico.

En cuanto a las políticas estructurales, la adopción de medidas encaminadas a reducir el ajuste de los costes y a favorecer un crecimiento moderado de los costes laborales unitarios resulta de máxima importancia, especialmente en el actual entorno económico. Aunque esto es crucial para todos los países de la zona del euro, resulta perentorio para aquéllos que han experimentado una pérdida significativa de competitividad de costes y de precios durante los últimos años y en los que el desempleo ha comenzado ya a aumentar. Asimismo, fomentar la productividad con más inversión en innovación y formación amplía el margen para el incremento de la renta real a largo plazo.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En los tres últimos meses, la situación de la economía mundial se ha caracterizado porque la actividad económica ha tenido el viento en contra y han continuado las presiones inflacionistas. La persistencia de las tensiones en los mercados financieros, combinada con los elevados precios de las materias primas y los ajustes que se están produciendo en el mercado de la vivienda en varias economías industrializadas, ha seguido afectando a la actividad económica mundial. Al mismo tiempo, el crecimiento sostenido en las economías emergentes ha continuado respaldando el crecimiento a escala mundial. Las presiones inflacionistas han aumentado a nivel internacional exacerbadas por los elevados precios de las materias primas. En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial siguen situándose a la baja.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En los tres últimos meses la situación de la economía mundial se ha caracterizado porque la actividad económica ha tenido el viento en contra, se han mantenido las presiones inflacionistas y, en general, ha prevalecido un alto grado de incertidumbre. La persistencia de las tensiones en los mercados financieros, combinada con los elevados precios de las materias primas y los ajustes que se están produciendo en el mercado de la vivienda en varias economías industrializadas, ha seguido afectando al crecimiento de la economía mundial. Las repercusiones internacionales de la desaceleración de la economía estadounidense parecen haber dejado una marca visible en el ciclo económico mundial. Al mismo tiempo, la capacidad de resistencia de la demanda interna ha seguido sosteniendo el crecimiento económico en las economías emergentes. El entorno exterior de la zona del euro ha seguido debilitándose durante el

último trimestre. Esta evolución es coherente con la evidencia de las encuestas de opinión sobre la conjuntura económica mundial. En julio, el Índice general de directores de compras, que abarca la producción de todos los sectores, se mantuvo ligeramente por debajo del umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción (véase gráfico 1), lo que indica una moderada situación de los mercados, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

La inflación mundial ha repuntado en los tres últimos meses, estimulada por las presiones de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En conjunto, la inflación general medida por los precios de consumo se elevó en los países de la OCDE hasta el 4,8% en el año transcurrido hasta julio del 2008, por encima de la media de los tres meses anteriores. Excluidos los alimentos y la energía, los precios de consumo aumentaron un 2,3% en el año transcurrido hasta julio. La evidencia de las encuestas apunta a que, en el corto plazo, persistirán las presiones sobre los precios, ya que los indicadores de presión de los costes mantienen una tendencia alcista. Sin embargo, el índice general de precios de los bienes intermedios de la encuesta a los directores de compras, que presenta fuertes correlaciones con las tasas de inflación mundiales, se redujo ligeramente en julio, aunque se mantiene en un nivel próximo al máximo registrado en las encuestas en junio del 2008. Ese ligero des-

Gráfico 1 Índice general de directores de compras

(producto; índice de difusión: desestacionalizado)



Fuente: Markit Economics.

censo podría ser indicio de una moderación de las presiones inflacionistas, en consonancia con la reciente bajada de los precios de las materias primas.

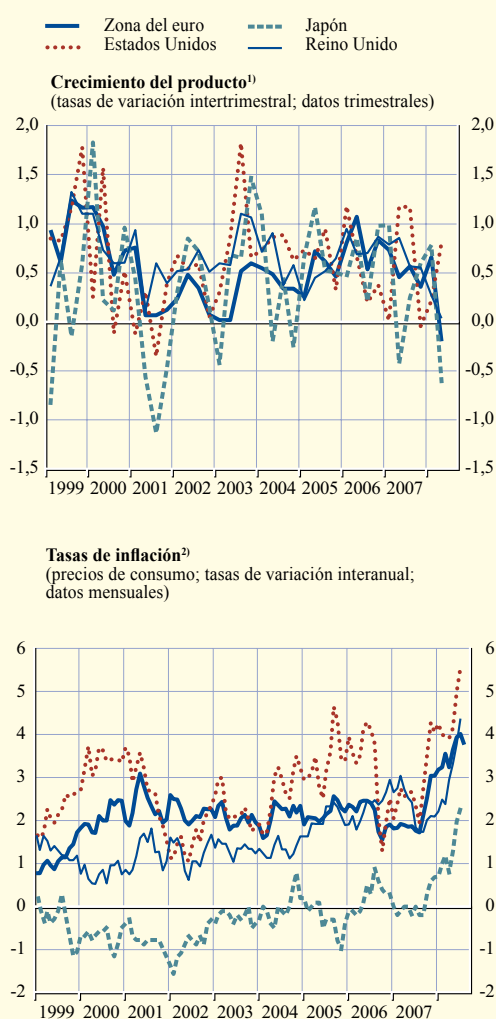
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, tras varios años de sólido crecimiento del PIB, el ritmo de expansión económica experimentó una acusada desaceleración hacia finales del 2007 y siguió siendo moderado en el primer trimestre del 2008. La desaceleración refleja la corrección en curso del mercado de la vivienda, las condiciones más restrictivas en materia de concesión de créditos y los elevados precios de la energía. Si bien la demanda interna ha sido relativamente moderada, la demanda exterior neta se ha destacado por su importante contribución al crecimiento, apoyada en la resistencia de la demanda exterior y en la mayor debilidad del dólar estadounidense. Según las estimaciones provisionales, el crecimiento del PIB real repuntó a una tasa intertrimestral anualizada del 3,3% en el segundo trimestre del 2008, en comparación con el 0,9% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 2), lo que refleja no sólo la importante contribución de la demanda exterior neta, sino también un ligero aumento del gasto en consumo personal, impulsado por las medidas transitorias de estímulo fiscal. La inversión residencial ha seguido reduciéndose, aunque, en tasa intertrimestral, el descenso ha sido más lento que en períodos anteriores.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 5,6% en julio, frente a una media del 4,2% en el primer semestre del 2008 y del 2,9% en el 2007. Este aumento tiene su origen, principalmente, en las pronunciadas alzas de los costes de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos los alimentos y la energía, se situó en el 2,5% en julio, ligeramente por encima de la media correspondiente al primer semestre del año.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica en el segundo semestre del 2008 siga siendo moderada. Las perspectivas del consumo personal se ven ensombrecidas por la evolución adversa del empleo y de la renta real, que afectará a las finanzas de los hogares de forma más apreciable una vez que se disipen, a lo largo de este año, los efectos de las medidas de estímulo fiscal. La persistencia de las tensiones en los mercados financieros, los elevados precios de la energía y la ralentización de la demanda exterior plantean riesgos adicionales para las perspectivas económicas. Es probable que la inflación medida por los precios

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

de consumo continúe siendo elevada en el corto plazo, como consecuencia de la evolución de los precios de las materias primas. Sin embargo, el hecho de que las tasas de utilización de la capacidad productiva sigan siendo inferiores a la media y la incipiente atonía que se observa en el mercado de trabajo son factores que deberían presionar a la baja sobre los precios en los próximos meses.

Tras los recortes acumulativos del tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales hasta un total de 3,25 puntos básicos entre septiembre del 2007 y abril del 2008, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación dicho tipo en el 2,0% en las reuniones celebradas los días 25 de junio y 5 de agosto. 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, la actividad económica ha experimentado una notable desaceleración, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones y de la demanda interna. Según indica la estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real se redujo un 0,6% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2008. Esta contracción, que contrarresta en gran medida los incrementos bastante fuertes registrados en el primer trimestre del 2008 (0,8% en tasa intertrimestral, revisado a la baja desde el 1,0%), fue relativamente generalizada y afectó a varios componentes de la demanda. El consumo privado se redujo un 0,5% en tasa intertrimestral, tras un incremento del 0,7% en el primer trimestre, como consecuencia de la reducción de las rentas reales en un clima de incertidumbre respecto a las perspectivas del mercado de trabajo. La inversión residencial registró una fuerte caída, pasando del 4,3% del primer trimestre al 3,4%. El gasto público se redujo un 0,9%, como resultado, en gran medida, de un descenso de la inversión pública del 5,2%. Considerando que tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron sendas caídas (-2,3% y -2,8%, respectivamente, en tasas intertrimestrales), la contribución de la demanda exterior neta al PIB fue, de hecho, nula.

La inflación, medida por los precios de consumo, ha aumentado en los últimos meses: en promedio, el incremento del IPC en el segundo trimestre fue del 1,4% en tasa interanual. La inflación interanual, medida por el IPC, volvió a aumentar en julio hasta el 2,3%, desde el 2,0% registrado en junio, como consecuencia, en gran medida, de la evolución de los precios de la gasolina. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, se situó en el 0,2% en julio, frente al 0,1% de junio.

En su reunión más reciente, de fecha 19 de agosto de 2008, al igual que en todas las reuniones sobre política monetaria celebradas desde febrero del 2007, 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.

De cara al futuro, es probable que la actividad económica en Japón continúe siendo relativamente moderada en el segundo semestre del año. Se prevé que se mantenga la debilidad del consumo privado, a medida que la inflación siga erosionando las rentas reales y la situación del mercado de trabajo se deteriore aún más. Además, si persiste la atonía de la demanda exterior, ello podría afectar a las perspectivas de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, se ha estancado el crecimiento del PIB y la inflación, medida por el IAPC, ha vuelto a repuntar. La tasa de crecimiento intertrimestral del producto se ha reducido gradualmente a lo largo del pasado año. La primera estimación publicada sobre el crecimiento del producto en el segundo trimestre del 2008 (0,0%, muy por debajo de la media de largo plazo del 0,7%) confirmó la

desaceleración en curso. En consonancia con el débil crecimiento de las ventas del comercio al por menor, el consumo privado no experimentó crecimiento alguno en el segundo trimestre. Dada la evolución de los indicadores de confianza más recientes, que han seguido, en general, una tendencia a la baja y se han mantenido por debajo de las medias de largo plazo, se prevé que el crecimiento del producto continúe siendo moderado en los próximos trimestres. Ello es coherente con las expectativas de los mercados: la previsión de consenso sobre el crecimiento del PIB en el 2008 era del 1,4% en agosto (prácticamente sin revisión en los seis últimos meses), mientras que las perspectivas para el 2009 se han deteriorado significativamente. Asimismo, ha continuado la corrección en el mercado de la vivienda. Según el índice Halifax, los precios de la vivienda bajaron en julio en torno a un 11% en tasa interanual, mientras que el índice Nationwide apunta a un descenso del 10,1% en agosto. En el segundo trimestre del 2008, la producción del sector de la construcción se contrajo un 1,1% en tasa intertrimestral.

La inflación interanual, medida por el IAPC, se elevó hasta el 4,4% en julio, desde el 3,8% registrado en junio. El incremento se debió, principalmente, a la subida de los precios de los alimentos y la energía, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue más moderada. El Banco de Inglaterra prevé que la inflación aumentará aún más en el segundo semestre del 2008.

El 4 de septiembre de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5%, su principal tipo de interés oficial por quinto mes consecutivo.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto ha sido, en general, desigual en los últimos trimestres. Al mismo tiempo, la inflación ha aumentado notablemente en todos los países en los últimos meses, debido en gran medida a la subida de los precios de los alimentos y la energía.

En Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB ha experimentado una desaceleración en los últimos trimestre, situándose en el 0,0% en el segundo trimestre del 2008 (muy por debajo de la media de largo plazo del 0,8%). En Dinamarca, la desaceleración en los últimos trimestres ha sido mucho más pronunciada, con un crecimiento intertrimestral del PIB real del -0,8% en el primer trimestre (frente a una media de largo plazo del 0,5%), aunque, en el segundo trimestre, el crecimiento repuntó de nuevo hasta el 0,6%. En julio, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor volvieron a descender en ambos países, lo que sugiere que la evolución de la actividad económica podría ser muy incierta en los próximos trimestres. La inflación, medida por el IAPC, se ha incrementado en los dos países en el 2008, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y la energía, situándose, en julio, en el 4,4% en Dinamarca y en el 4,1% en Suecia. En ambos países, se espera que la inflación se reduzca en cierta medida, pero seguirá siendo elevada en los próximos trimestres. El 4 de septiembre de 2008, el Sveriges Riksbank decidió incrementar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,75%.

Por lo que respecta a los cuatro países más grandes de Europa oriental que son miembros de la UE, la República Checa y Polonia han registrado tasas de crecimiento intertrimestral sólidas en los últimos trimestre, pero han dado señales de debilitamiento en comparación con las cifras de finales del año pasado, situándose en el 0,9% en la República Checa en el primer trimestre del 2008 y en el 1,5% en Polonia en el segundo trimestre del 2008. Por el contrario, Rumanía ha registrado un crecimiento muy robusto en los últimos trimestres, con tasas interanuales del 8,2% en el primer trimestre del 2008 y del

9,3% en el segundo. En Hungría, el crecimiento intertrimestral siguió siendo lento, pero, en los últimos trimestres, ha ido repuntando ligeramente, hasta situarse en el 0,6%, en los dos primeros trimestres del año en curso (desde el 0,3% observado en el último trimestre del 2007). Los indicadores de confianza del comercio al por menor y de los consumidores experimentaron cierto deterioro en los meses transcurridos hasta julio en la República Checa y Polonia, mientras que, en Hungría, mejoraron y en Rumanía se mantuvieron estables. Las tasas de inflación aumentaron en los cuatro países en el 2008, situándose, en julio, en el 9,1% en Rumanía, el 7,0% en Hungría, el 6,8% en la República Checa y el 4,5% en Polonia. El aumento de la inflación, medida por el IAPC, tuvo su origen, principalmente, en la subida de los precios de los alimentos y la energía. De cara al futuro, se prevé que las tasas se reduzcan ligeramente, pero que se mantengan en niveles elevados en los cuatro países. El 31 de julio de 2008, como consecuencia de la inquietud suscitada por la inflación, el Consejo de la Banca Națională a României elevó los tipos de interés en 25 puntos básicos hasta el 10,25%. El 7 de agosto, el Česká národní banka decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 3,5%.

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, los patrones de crecimiento han sido desiguales en los últimos trimestres. Mientras que en Eslovaquia y Bulgaria, la actividad económica ha seguido siendo muy dinámica, la demanda interna se ha reducido de forma acusada en los países bálticos (especialmente en Estonia), debido a una ralentización del crecimiento del crédito y de la renta real y a un notable descenso de los precios de la vivienda. Los indicadores de confianza de la Comisión Europea sugieren que estas tendencias se mantendrán a corto plazo. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha aumentado con fuerza en el 2008 en los países bálticos y Bulgaria, situándose entre el 11,2% y el 16,5% en julio. Este aumento refleja, principalmente, la subida de los precios de los alimentos y la energía. En Eslovaquia, el incremento fue menos pronunciado, elevándose la inflación medida por el IAPC hasta el 4,4% en julio. En el recuadro 1 se examinan de forma sucinta la evolución de los precios de los alimentos en los países de la UE de Europa central y oriental no pertenecientes a la zona del euro y su impacto en la inflación medida por el IAPC.

En Rusia, la expansión económica ha continuado a un ritmo vigoroso. Durante el primer trimestre del 2008, el crecimiento del PIB real se redujo ligeramente hasta una tasa interanual del 8,5%, tras el crecimiento excepcionalmente sólido (9,5% en tasa interanual) registrado en el cuarto trimestre del 2007. Al mismo tiempo, la inquietud suscitada por el creciente endeudamiento externo de las empresas rusas y las tensiones del sector bancario en lo relativo a la liquidez va en aumento. Las presiones inflacionistas han seguido siendo intensas, y la inflación medida por los precios de consumo se ha situado en un nivel próximo al 15% desde mayo del 2008 (14,9% en agosto).

Recuadro 1

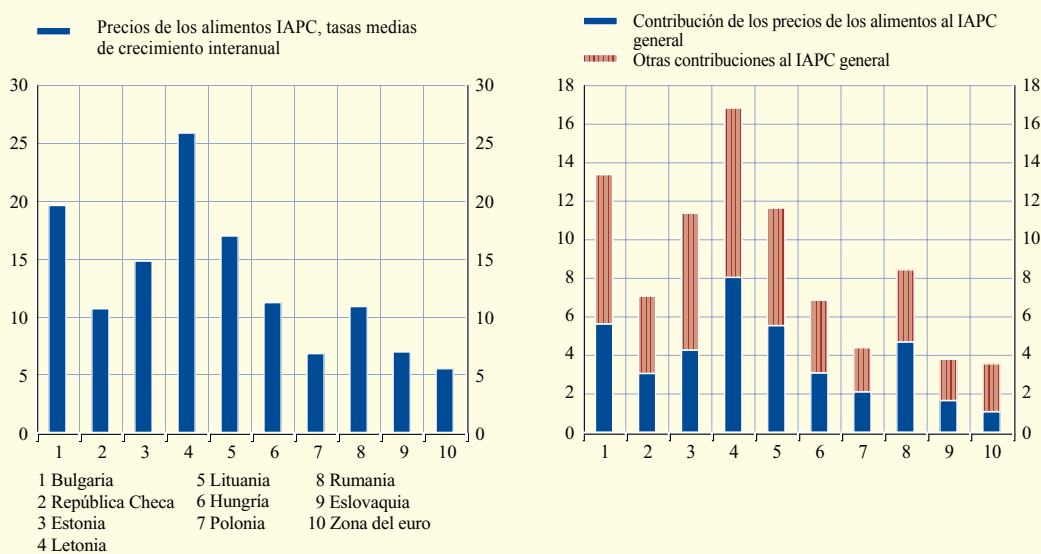
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS EN LOS PAÍSES DE LA UE DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

Desde el año 2006, la economía mundial ha experimentado un notable incremento de los precios de los alimentos, tanto a nivel de precios industriales como de precios de consumo. Dentro de la UE, los países de Europa central y oriental no pertenecientes a la zona del euro (PECO)¹ se han visto muy afectados por esta perturbación y todos ellos registran incrementos mayores de los precios de los alimentos que los países de la zona del euro.

¹ Integran el grupo de PECO los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, que se han incorporado a la UE desde mayo del 2004.

Gráfico A Incrementos de los precios de los alimentos y contribuciones al IAPC general durante el período enero-julio del 2008

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Evolución reciente de los precios agrícolas y su impacto en el IAPC

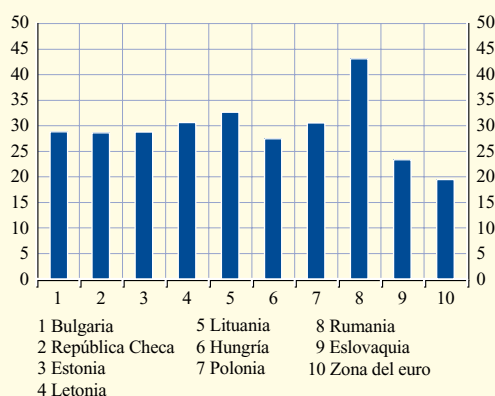
Los precios de los alimentos comenzaron a incrementarse de forma acusada en el 2007 y, durante el período comprendido entre enero y julio del 2008, en todo los PECO la tasa de crecimiento de los precios de consumo de los alimentos, y su contribución al IAPC interanual total, fueron mayores que en la zona del euro (gráfico A). Durante este período, en Bulgaria, Letonia y Lituania, los precios de los alimentos registraron los incrementos más pronunciados: 19,6%, 25,9% y 17,0%, respectivamente. Estos países registraron también las contribuciones más elevadas de los precios de consumo de los alimentos a la inflación medida por el IAPC correspondiente al mismo período.

La fuerte contribución de los precios de los alimentos a la inflación medida por el IAPC guarda, en parte, relación con la elevada ponderación de los alimentos en los índices que conforman el IAPC en los PECO. En todos estos países, dicha ponderación (tanto de los alimentos elaborados como no elaborados) es superior, en el año 2008, al nivel de alrededor del 20% que registra la zona del euro (véase gráfico B).

El gráfico C muestra que la ponderación de los alimentos en la cesta de componentes del IAPC guarda una estrecha relación con el nivel del PIB per cápita (en términos de paridad del poder adquisitivo). Así pues, no resulta sorprendente la fuerte correlación observada en los últimos años entre el descenso de la proporción que representa el componente alimentario en la mayoría de los PECO y el aumento de su renta per cápita. De hecho, los cambios en la ponderación de los alimentos en la cesta de componentes del IAPC entre los años 2003 y 2008 han variado de un país a otro. Esas ponderaciones se han reducido, en particular, en los PECO que registran tasas de crecimiento más elevadas: Letonia, Lituania y Eslovaquia.

Gráfico B Ponderación de los alimentos en el IAPC (2008)

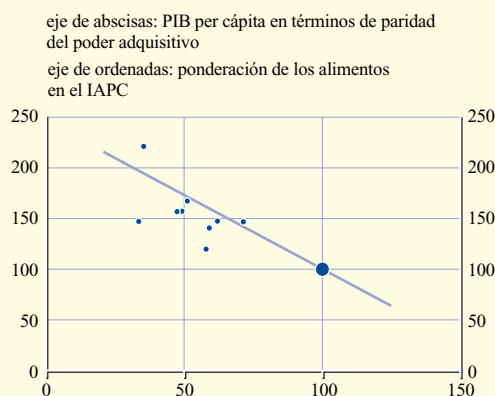
(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico C Ponderación de los alimentos en el IAPC (2008) y PIB per cápita (2007)

(zona del euro = 100)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Factores determinantes de los incrementos de los precios de los alimentos

Los incrementos de los precios de los alimentos, tanto de los precios industriales como de los precios de consumo, pueden explicarse en función de diversos factores estructurales, algunos transitorios y otros de carácter más permanente. Los precios de los alimentos en todos los PECO se han visto afectados por el incremento de los precios mundiales, debido, entre otros factores, al aumento de la demanda de alimentos en los mercados emergentes, a la mayor demanda de cultivos para la producción de biocombustibles y a la reducción de las cosechas como consecuencia de las condiciones meteorológicas².

Además, en muchos PECO, los precios de los alimentos se han visto afectados por factores específicos (con frecuencia, transitorios) de cada país, como la escasez de cosechas agrícolas o el fuerte crecimiento de los salarios, que han contribuido, en gran medida, al incremento de los costes y de los precios en el sector de la alimentación y han intensificado su transmisión a los precios de consumo de los alimentos. El aumento de los impuestos sobre el tabaco (el tabaco forma parte del componente alimentos del IAPC) y del IVA también contribuyeron a que el incremento de los precios de consumo de los alimentos fuese mayor (en términos relativos) en la mayoría de los PECO que en la zona del euro. Además, las subidas de los precios de la energía fueron más pronunciadas en la mayoría de estos países que en la zona del euro. Ello, unido al hecho de que, en la mayoría de los PECO, la producción de alimentos es más intensiva en energía que en la zona del euro, también contribuyó al aumento de los costes de producción y de los precios en el sector de la alimentación en comparación con la zona del euro.

Los factores institucionales también han contribuido al aumento los precios de los alimentos en los PECO. La Política Agrícola Común (PAC) impone dos tipos importantes de limitaciones directas sobre la oferta: los regímenes de cuotas y las obligaciones de «retirada de tierras de cultivo». Algu-

² Véase también el recuadro titulado «¿A qué obedece la escalada de los precios mundiales de los alimentos?», en el Boletín Mensual de junio del 2008.

nos productos (en particular, la leche y el azúcar) están sujetos a cuotas de producción que, si se incumplen, se traducen en penalizaciones como las sobretasas que la PAC aplica a nivel de toda la UE. El impacto de estas restricciones parece haber sido especialmente significativo en algunos PECO.

En la mayoría de los PECO, la evidencia anecdótica sugiere que el nivel de competencia en el sector alimentario minorista no ha bastado para frenar los márgenes de beneficio a nivel minorista. Una mayor liberalización del mercado de alimentos a este nivel ayudaría a mantener bajos los precios de consumo en varios países.

Dado que los productos alimenticios son sumamente negociables, el arbitraje de los precios de los alimentos con la zona del euro parece haber desempeñado un papel importante en la subida de dichos precios en algunos PECO, en los que, inicialmente, los niveles eran relativamente bajos. En los PECO con niveles de precios más bajos, la contribución de los alimentos (no elaborados) al precio minorista (final) también tiende a ser mayor, lo que da lugar incrementos porcentuales más altos en los precios del comercio al por menor.

Los incrementos de los precios de los alimentos parecen haber sido más moderados en los PECO en los que el grado de flexibilidad del tipo de cambio nominal es relativamente importante (como la República Checa, Polonia, Rumanía y Eslovaquia). Al parecer, la apreciación de la moneda ha tenido un efecto moderador sobre los precios de los alimentos en esos países; en primer lugar, reduciendo directamente el precio de las importaciones de alimentos y, en segundo lugar, reduciendo los costes de la energía y, por ende, el coste de producir alimentos dentro del propio país.

Algunas repercusiones de carácter macroeconómico y para la política monetaria

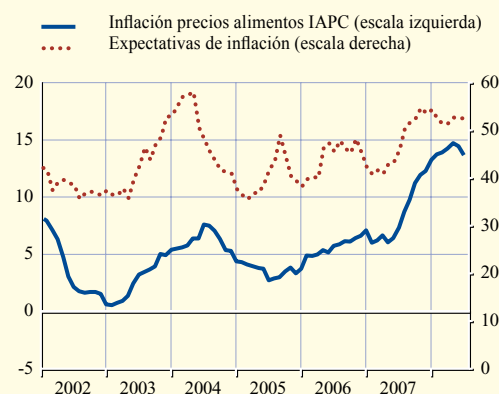
Por lo que se refiere a las repercusiones macroeconómicas del acusado y reciente incremento de los precios de los alimentos, en los PECO puede observarse una relación relativamente estrecha entre la inflación de los precios de los alimentos y las expectativas de inflación de los consumidores (véase gráfico D)³. La inflación de los precios de los alimentos también ha afectado al contenido en información de algunos indicadores tradicionales de la política monetaria. Las medidas de la inflación subyacente, que excluyen partidas tales como los alimentos y la energía, se han apartado cada vez más de la inflación general⁴.

3 Las expectativas de inflación publicadas por la Comisión Europea corresponden a la diferencia entre la proporción, en cifras ponderadas, de encuestados que afirman que los precios de consumo subirán «mucho», «bastante» o «un poco» en los próximos doce meses, y la proporción, en cifras ponderadas, de encuestados que afirman que los precios de consumo «bajarán» o «se mantendrán más o menos igual» durante ese mismo período. Así pues, el indicador adopta la forma de una «estadística de saldos» y sólo proporciona información cualitativa sobre el cambio de dirección de las expectativas de inflación en los doce meses siguientes a la encuesta.

4 Esto se aplica tanto a la inflación medida por el IAPC como a la medida por el IPC, a pesar de algunas diferencias específicas según los países.

Gráfico D Expectativas de inflación y componente alimentario del IAPC en los PECO

(tasas de variación interanual; saldos netos)



Fuentes: Comisión Europea y BCE.

El incremento de los precios de los alimentos ha tenido un impacto negativo sobre el poder adquisitivo de los hogares. Además, dado que el PIB per cápita de los PECO es menor que el de la zona del euro y que —como se mencionó anteriormente— los consumidores de los PECO gastan una proporción mayor de sus ingresos en alimentos, las alzas de los precios de los alimentos afectan en mayor medida al poder adquisitivo de los hogares en los PECO que en la zona del euro.

Dado que el proceso de convergencia económica y de los niveles de precios entre los PECO y la zona del euro no ha concluido todavía, los PECO siguen enfrentándose a un riesgo más elevado que los países de la zona del euro de que se produzcan presiones al alza sobre la inflación a través de los precios de los alimentos. El principal desafío en materia de política monetaria que, como consecuencia del fuerte incremento de los precios de los alimentos, se les plantea a los PECO es el de anclar las expectativas de inflación y frenar los posibles efectos de segunda vuelta del reciente y pronunciado aumento de la inflación.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, se observó una desaceleración de la actividad económica en el primer semestre del 2008, especialmente en las pequeñas economías abiertas como Singapur, Taiwán y la RAE de Hong Kong, pero, en general, se mantuvo el dinamismo. Aunque la desaceleración económica mundial se ha ampliado e intensificado en los últimos meses, las exportaciones de la región en su conjunto se han mantenido firmes. El principal factor determinante del crecimiento ha sido la demanda interna, que ha seguido mostrando su capacidad de resistencia en la mayoría de los países, a pesar de la erosión del poder adquisitivo de los consumidores como consecuencia, principalmente, de la subida de los precios de los alimentos. El alza de los precios de las materias primas ha estimulado aún más el aumento de los precios de consumo y las autoridades monetarias de la región han comenzado a aplicar políticas más restrictivas. No obstante, los tipos de interés oficiales siguen siendo muy bajos o negativos en términos reales en toda la región.

En China, el crecimiento del PIB se redujo gradualmente y se situó en el 10,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del 2008 (frente al 10,6% del primer trimestre). La demanda interna es, cada vez más, el principal factor determinante del crecimiento. Las ventas del comercio al por menor están aumentando en términos reales, de lo que se deduce que la demanda de los consumidores sigue dando muestras de resistencia, a pesar de los elevados precios de los alimentos y del deterioro de la situación de los mercados de renta variable e inmobiliario. La tasa de crecimiento interanual de la inversión nominal en activos fijos, aunque se redujo, en particular en el sector inmobiliario, se mantuvo por encima del 25%. Pese al repunte experimentado en julio, el crecimiento de las exportaciones perdió impulso en los siete primeros meses del 2008. Como resultado, en este período, el superávit comercial, expresado en dólares estadounidenses, fue un 9,6% menor que en el mismo período del 2007, debido también al aumento de las importaciones nominales, estimuladas por los elevados precios de las materias primas. La inflación interanual medida por los precios de consumo siguió bajando en julio, pasando del 8,7% registrado en febrero al 6,3%, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de la carne. No obstante, se prevé que los niveles históricamente altos que ha alcanzado la inflación de precios industriales y la subida de los precios administrados en junio presionen al alza sobre los precios de consumo en los próximos meses.

En Corea, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,8% en el segundo trimestre del 2008, frente al 5,8% registrado en el trimestre anterior. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el

5,9% en julio desde el 5,5% del mes precedente. En India, la actividad económica siguió siendo sostenida, con un crecimiento del PIB del 8,8% en el primer trimestre, cifra similar a la del trimestre anterior. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, se elevó hasta el 12% en julio, desde el 4%, aproximadamente, registrado anteriormente en el año.

En conjunto, la generalización de la desaceleración económica mundial, sumada a la aplicación de una política monetaria más restrictiva en varios países de la región que no han vinculado su moneda al dólar estadounidense, probablemente moderará el crecimiento en los próximos meses. No obstante, de momento, las perspectivas de crecimiento siguen siendo relativamente favorables en las economías emergentes de Asia, debido, principalmente, a la capacidad de resistencia de la demanda interna, sobre todo en las economías más grandes de la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica se moderó ligeramente en el primer semestre del 2008, al dejarse sentir el impacto de la desaceleración económica mundial y entrar en juego algunos factores internos. Al mismo tiempo, persisten las presiones inflacionistas, como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas y, por consiguiente, las autoridades monetarias de la región han venido adoptando políticas más restrictivas.

En México, el PIB real creció a una tasa interanual del 2,8% en el segundo trimestre del 2008. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC continuó aumentando, situándose en el 5,4% en julio. Para hacer frente a este aumento, el Banco de México elevó el tipo de interés a un día en 25 puntos básicos, hasta el 8,25%, el 15 de agosto. En Brasil, los datos disponibles sugieren que la demanda interna siguió siendo sólida en el segundo trimestre, registrándose un crecimiento de las ventas del comercio al por menor del 10,1% en comparación con el trimestre anterior. El crecimiento de la producción industrial fue prácticamente el mismo que en el trimestre anterior, situándose en un 6,4% en tasa interanual. La inflación interanual, medida por el IPC, volvió a aumentar, alcanzando un nivel del 6,4% en julio. En Argentina, la actividad económica experimentó una desaceleración en el segundo trimestre, registrándose un crecimiento de la producción industrial del 5,5% en comparación con el año anterior, lo que representa un descenso respecto al 6,9% observado en el primer trimestre. Esta desaceleración de la actividad industrial es atribuible, en su mayoría, a las restricciones energéticas. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo ligeramente hasta el 9,1% en julio.

En conjunto, se prevé una gradual moderación del crecimiento del producto en la región, como consecuencia de las condiciones financieras más restrictivas y del debilitamiento de la demanda exterior. No obstante, las perspectivas de la mayoría de los países de América Latina siguen siendo, en general, favorables, debido a la solidez de la demanda interna y a los positivos efectos que los elevados precios de las materias primas están teniendo sobre la relación real de intercambio en varias economías.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo continuaron su escalada en junio, alcanzando un máximo de 147,5 dólares estadounidenses el 11 de julio (véase gráfico 3). Posteriormente, registraron una pronunciada caída, situándose, el 2 de septiembre, en 111,5 dólares, un nivel todavía un 18% más alto que el observado

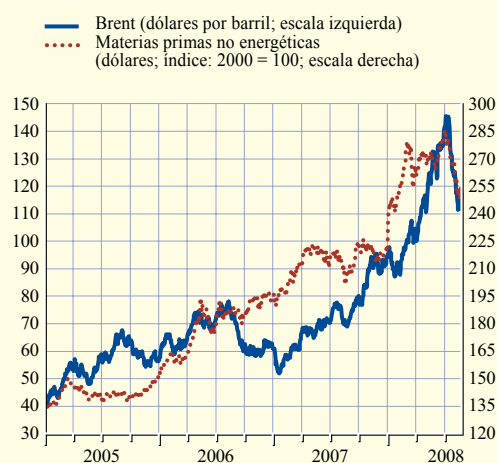
a comienzos del año (expresado en euros, el incremento es de alrededor del 20%). La caída se debió, en parte, al hecho de que las cifras sobre las existencias de petróleo de Estados Unidos fueron mejores de lo previsto y las perspectivas respecto a la oferta menos negativas. A medio plazo, los participantes en los mercados prevén que los precios seguirán siendo elevados, situándose los futuros con entrega en diciembre del 2009 en 116 dólares estadounidenses. En el recuadro 2 se analiza el papel de la actividad financiera como factor determinante de la dinámica de los precios del petróleo.

Por lo que respecta a la evolución de las variables fundamentales subyacentes de los mercados, la demanda está reaccionando ante el aumento de los precios y la desaceleración de la actividad económica en los países de la OCDE, lo que se ha traducido en un aumento de las existencias de petróleo de Estados Unidos. No obstante, esta situación se compensará, probablemente, con el sólido crecimiento de la demanda en los países en desarrollo. Por lo que se refiere a la oferta, han mejorado ligeramente las condiciones tras el notable incremento de la producción de los países de la OPEP en julio.

A pesar de todo ello, los márgenes de oferta y demanda en los mercados de petróleo mundiales siguen siendo relativamente estrechos y persiste un alto riesgo de que, en el futuro, se produzcan nuevas alzas de precios. Asimismo, persiste la incertidumbre respecto a las condiciones meteorológicas y los precios podrían reaccionar con virulencia ante la evolución de la situación geopolítica, lo que podría dar lugar a interrupciones en la oferta.

Los precios de las materias primas no energéticas también han bajado tras alcanzar máximos históricos a comienzos de julio (véase gráfico 3). Los precios de los metales han descendido en un clima de inquietud ante la posibilidad de una desaceleración económica mundial y de reducciones del coste de los fletes. Por lo que se refiere a las materias primas alimenticias, los precios del maíz y la soja bajaron respecto a los niveles registrados a finales de junio en un contexto de favorables condiciones meteorológicas, que permiten augurar unas buenas cosechas. Por el contrario, la situación en los mercados de trigo ha sido más tensa, como resultado de la preocupante situación de la cosecha en el hemisferio austral. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) registraba, a finales de agosto, un aumento interanual de aproximadamente el 21%.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Recuadro 2

ACTIVIDAD FINANCIERA EN LOS MERCADOS DE PETRÓLEO

Los precios del petróleo han mostrado recientemente una elevada volatilidad, alcanzando los 147,5 dólares en julio del 2008, para luego caer bruscamente. Estas acusadas fluctuaciones llevan naturalmente a preguntarse por las causas de dicha volatilidad. Se admite de forma generalizada que existen considerables tensiones en el mercado de petróleo físico, debido a la combinación de una fuerte demanda procedente de los países en desarrollo y de la incertidumbre en torno a las perspectivas de oferta, que han reducido la capacidad excedente de producción hasta niveles históricamente bajos. Sin embargo, también se ha señalado la actividad financiera en los mercados de futuros de petróleo como posible determinante de la evolución reciente de los precios de esta materia prima. En el presente recuadro se analiza este problema y se observa que existe, en general, escasa evidencia de que la actividad financiera tiene un impacto intenso y duradero sobre los precios del petróleo. Al mismo tiempo, se apunta la necesidad de disponer de datos fiables y de una mayor transparencia respecto a los determinantes del funcionamiento de los mercados de petróleo.

El mercado de futuros de petróleo

En el mercado de futuros de petróleo, los contratos normalizados de futuros se compran y venden a un precio convenido, para entrega en una fecha determinada. Una de las principales características del mercado es que separa la titularidad del riesgo de precio de la materia prima de la propiedad de la materia prima física. Por lo tanto, la negociación de futuros permite a los productores y consumidores de las materias primas físicas cubrirse ante variaciones imprevistas de los precios. En consecuencia, este sistema permite transferir el riesgo desde los productores y tenedores de determinadas materias primas a los agentes que estén dispuestos a aceptar este riesgo de precio. Así pues, el mercado de futuros contribuye al bienestar económico, ya que genera una distribución más eficiente de los riesgos existentes.

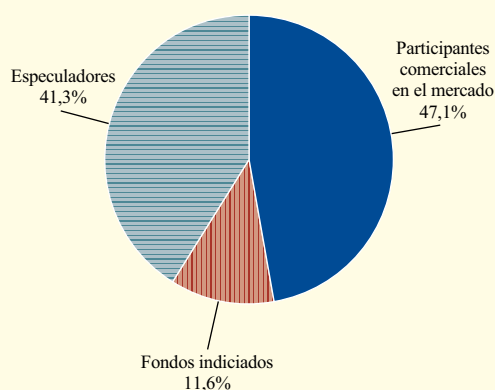
En los mercados de futuros de petróleo existen participantes comerciales y no comerciales. Los participantes comerciales se cubren contra las fluctuaciones de precios. Los agentes que participan físicamente en la producción y el consumo de petróleo poseen todavía la cuota dominante de posiciones en el mercado de futuros. Los productores pueden desear vender futuros (manteniendo posiciones cortas) y comprometer el precio del petróleo que tienen previsto extraer en el futuro. Los consumidores de petróleo (por ejemplo, las líneas aéreas) se encuentran generalmente en la situación contraria (manteniendo posiciones largas).

Los participantes no comerciales no están interesados en el intercambio físico del petróleo. Entre ellos, los especuladores (inversores activos) explotan la mejor información de la que se supone que disponen para negociar en el mercado de petróleo e intentar sacar un beneficio al anticiparse a las variaciones de los precios de las materias primas en los mercados. Por consiguiente, los especuladores pueden mantener posiciones largas o cortas, dependiendo de sus expectativas.

Los fondos indicados (inversores pasivos a largo plazo) han surgido más recientemente y reflejan el deseo de añadir materias primas a las carteras para mejorar su perfil de riesgo-rentabilidad, por ejemplo, para cubrirse frente a los riesgos derivados de los activos sensibles al petróleo que mantienen. Por lo tanto, estos fondos sólo son inversores a largo plazo, que compran futuros de

Gráfico A Posiciones de futuros y opciones sobre el crudo en la NYMEX

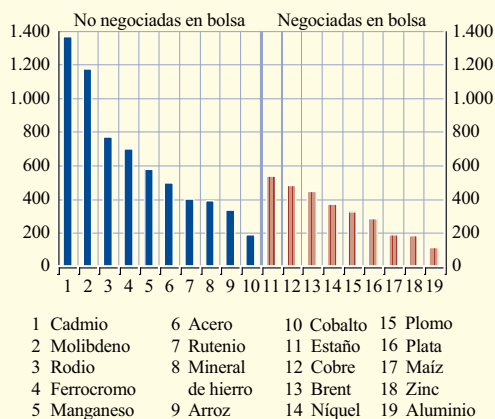
(en porcentaje de las posiciones totales, mayo 2008)



Fuentes: US Commodity Futures Trading Commission y Goldman Sachs.

Gráfico B Evolución de los precios de las materias primas negociadas y no negociadas en bolsa

(en porcentaje; abril 2008 frente a enero 2002)



Fuente: Bloomberg

petróleo y los renuevan al acercarse sus fechas de vencimiento, a fin de evitar la entrega de la materia prima.

El papel de los fondos indicados

Ya que los fondos indicados, en virtud de su diseño, crean una demanda adicional de futuros de petróleo, se argumenta a veces que empujan los precios del petróleo al alza. Es cierto que el tamaño de los fondos indicados ha crecido notablemente a partir del 2001, desde 10 mm de dólares hasta más de 200 mm de dólares. Sin embargo, parte de este crecimiento se debe a la apreciación del índice y sólo parte de este flujo se reinvierte en petróleo, mientras que el resto se invierte en otras materias primas. Desde la perspectiva del mercado de petróleo físico, se estima que la demanda adicional de petróleo generada en todo el año 2007 por los flujos de entrada en los fondos indicados fue inferior a la demanda mundial de petróleo en un día.

Por otra parte, si los desplazamientos de fondos hacia los mercados de materias primas determinasen los precios de dichas materias, cabría esperar que las que no se negocian en bolsa no participarían de esta tendencia. Por el contrario, los precios de las materias primas no negociadas en bolsa, como el cadmio o el acero, han subido al menos de forma tan acusada como los de las materias primas que se negocian en bolsa, lo que señalaría una mayor incidencia de las variables fundamentales de la oferta y la demanda.

El papel de los especuladores

Se suele asociar la especulación a un proceso desestabilizador. Sin embargo, se trata de una argumentación demasiado simplista. Cuando los especuladores reciben nueva información sobre factores que modifican sus perspectivas acerca del precio del petróleo, cursan sus pedidos en consecuencia. La utilización de esta nueva información contribuye a determinar el nuevo precio de mercado de forma

instantánea. Sin embargo, es importante observar que tanto la oferta como la demanda en los mercados de petróleo tienden a responder de manera muy inelástica a las variaciones de precios. Así pues, una variación relativamente pequeña en el equilibrio entre oferta y demanda puede tener repercusiones muy pronunciadas para los precios.

En los últimos años, los especuladores han asumido posiciones largas, anticipando correctamente tensiones en la oferta y la demanda, que conducirían a una elevación de los precios del petróleo. De hecho, las expectativas de un mayor crecimiento de la oferta o un menor crecimiento de la demanda no se realizaron en repetidas ocasiones, lo que justificó la valoración ex post de los especuladores y, por ende, la subida de los precios del petróleo. A su vez, ello proporcionó a los productores y consumidores una señal anticipada de que tenían que adaptar sus actividades en consecuencia (por ejemplo, extraer más petróleo o reducir el consumo).

La especulación no puede alejar permanentemente el precio de su equilibrio a largo plazo. Cuando la demanda de petróleo a corto plazo es muy inelástica ante variaciones de precios, la elevación de los precios del petróleo sólo afecta ligeramente a los beneficios de las refinerías, ya que el aumento de los costes se puede trasladar a los precios de consumo. Sin embargo, si los precios se alejan demasiado de los parámetros fundamentales, la respuesta de la demanda puede ser más intensa y los productores pueden tener crecientes dificultades para vender el petróleo extraído, ante la caída de la demanda.

Por consiguiente, aunque es posible que la especulación provoque mayores fluctuaciones de los precios del petróleo a corto plazo, también puede facilitar la determinación de los precios y el funcionamiento fluido y eficiente del mercado. Sin embargo, es fundamental que los participantes en el mercado puedan operar sobre la base de datos fiables. La falta de transparencia respecto a las variables fundamentales de los mercados de petróleo y, más concretamente, respecto a las perspectivas de oferta en una situación de fuerte demanda y al nivel de existencias de petróleo genera una considerable incertidumbre en los mercados. A su vez, ello incrementa la sensibilidad de los precios del petróleo ante cualquier noticia o incluso rumor acerca de las variables fundamentales de los mercados de petróleo y sus perspectivas. Por lo tanto, es importante fomentar la transparencia y alentar la elaboración de estadísticas adecuadas sobre la oferta, la demanda y, especialmente, sobre las existencias.

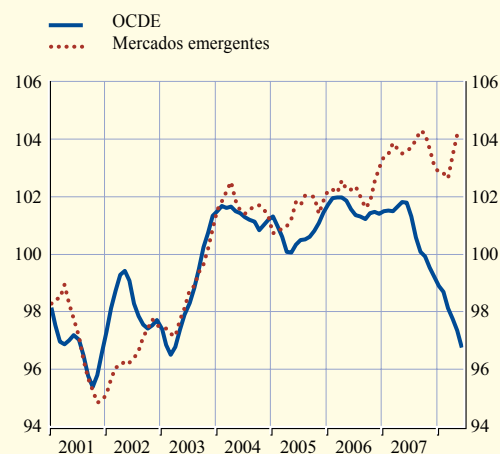
I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La desaceleración del crecimiento a escala mundial se está traduciendo en un deterioro de las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. El indicador sintético adelantado de la OCDE, correspondiente a junio, apunta a un continuo debilitamiento de las perspectivas respecto a la actividad económica en los países que integran esa organización (véase gráfico 4). Por lo que se refiere a las principales economías no pertenecientes a la OCDE, el indicador sugiere una expansión relativamente robusta de la actividad económica en China y Brasil, mientras que en Rusia e India se observan indicios de una cierta moderación. Todo ello es coherente con la evidencia presentada en la encuesta sobre la coyuntura económica mundial, realizada por el Ifo (Ifo World Economic Climate Survey), correspondiente a agosto, que registra una situación económica mundial más desfavorable ahora que hace tres meses, y revisa de nuevo a la baja las perspectivas para los próximos seis meses. Pese a esta desaceleración esperada, se prevé que el crecimiento de la economía mundial seguirá dando muestras de relativa resistencia.

La incertidumbre que rodea estas perspectivas de crecimiento de la economía mundial continúa siendo elevada y, en general, persisten los riesgos a la baja. En particular, estos riesgos se derivan de nuevos incrementos de los precios de la energía y los alimentos. Además, siguen estando relacionados con la posibilidad de que las tensiones en los mercados financieros tengan un efecto más negativo de lo previsto actualmente sobre la economía real. La posible evolución desordenada de la economía como consecuencia de los desequilibrios mundiales también conlleva, al igual que la preocupación por un aumento de las presiones proteccionistas, riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica.

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

Aunque el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios está mostrando algunos signos de moderación, en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas desde el 2005 con el fin de hacer frente a los riesgos para la estabilidad de precios, el hecho de que la tasa subyacente de expansión monetaria permanezca en niveles elevados señala la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. La tasa de crecimiento interanual de M3 mantuvo su vigor en julio y se situó en el 9,3%, aunque sigue generando una sobreestimación del crecimiento monetario subyacente, ya que el actual aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro está favoreciendo los desplazamientos de cartera desde activos a más largo plazo de mayor riesgo no incluidos en M3 hacia instrumentos monetarios. En cuanto a los componentes de M3, las salidas registradas en los depósitos a la vista hicieron que la tasa de crecimiento interanual de M1 volviera a disminuir en julio. Estos flujos se desplazaron en gran medida hacia los depósitos a plazo hasta dos años y, por consiguiente, la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) continuó siendo considerable. La moderación del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito, aunque partiendo de tasas elevadas en términos históricos, refleja principalmente el impacto retardado de las subidas de los tipos de interés, el endurecimiento de las condiciones de financiación y la desaceleración del crecimiento económico. Las actuales tensiones financieras han afectado sólo a determinados componentes y contrapartidas de M3, y no se dispone de evidencia de que se haya restringido la oferta de crédito como consecuencia de las citadas tensiones.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

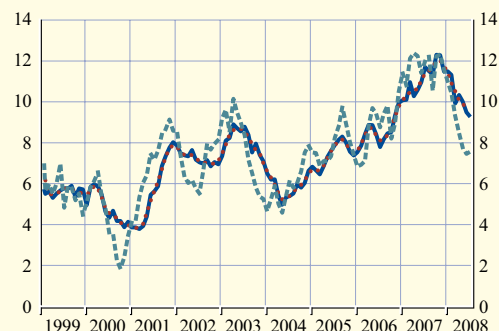
La tasa de crecimiento interanual de M3 mantuvo su vigor en el segundo trimestre del 2008, a pesar de que experimentó un leve descenso que la situó en el 10%, frente al máximo del 12% observado en el cuarto trimestre del 2007 (véase gráfico 5). Esta tasa disminuyó nuevamente en julio, hasta el 9,3%, desde el 9,5% de junio. Las tasas de crecimiento de tres y de seis meses anualizadas confirman que la dinámica de M3 se ha moderado desde el comienzo del 2008. En concreto, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada se redujo desde niveles superiores al 11% registrado en diciembre del 2007 hasta el 7,2% en julio del 2008.

El hecho de que el crecimiento interanual de M3 se mantenga elevado se debe, en parte, al efecto estimulante de una curva de rendimientos plana, que favorece las reestructuraciones de cartera desde activos a más largo plazo de mayor riesgo no incluidos en M3 hacia activos monetarios a más corto plazo. Como consecuencia de ello, la actual tasa total de crecimiento interanual de M3 continúa generando una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. Al mismo tiempo, la estructura actual de los diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los distintos tipos de depósitos también ha generado nuevos desplazamientos de activos dentro de M3, que

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.

han reducido la tasa de crecimiento de M1 y han vuelto a aumentar la tasa de los depósitos a plazo hasta dos años.

En términos generales, existen indicios de moderación del crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, en consonancia con el impacto retardado de las subidas de los tipos de interés, el endurecimiento de las condiciones de financiación y la desaceleración del crecimiento económico. No obstante, la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo sólida y está respaldada por la continuada fortaleza del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado.

El patrón reciente de préstamos a hogares y a sociedades no financieras está en consonancia con regularidades históricas por lo que respecta a su reacción a los tipos de interés y al ciclo económico y, especialmente en el caso de los préstamos a hogares, es acorde con la desaceleración observada en el mercado de la vivienda. La moderación del crecimiento de los préstamos no implica que existan restricciones a la oferta de crédito como consecuencia de las actuales tensiones financieras. Sin embargo, existe evidencia de que dichas tensiones han afectado a determinadas contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionadas con la naturaleza de las turbulencias, particularmente el crédito de las IFM a otros intermediarios financieros (OIF).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación paulatina observada en el crecimiento interanual de M3 en el segundo trimestre del 2008 (así como en julio) siguió teniendo su origen en los descensos de la contribución de M1 y de los instrumentos negociables, que sólo en parte se vieron compensados por la mayor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió de nuevo en el segundo trimestre del 2008 y se situó en el 2,2%, frente al 3,8% del primer trimestre. Posteriormente, en julio, siguió disminuyendo, hasta el 0,5%, la tasa más baja desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. La desaceleración de M1 obser-

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 Jun	2008 Jul
M1	42,0	6,5	5,9	3,8	2,2	1,4	0,5
Efectivo en circulación	7,1	8,9	8,0	7,8	7,8	8,0	7,1
Depósitos a la vista	34,9	6,1	5,5	3,1	1,2	0,1	-0,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	43,0	15,0	16,8	18,3	19,3	19,0	19,6
Depósitos a plazo hasta dos años	26,2	37,6	40,6	41,4	40,3	38,7	39,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	16,8	-3,2	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-2,1
M2	85,1	10,3	10,7	10,3	10,0	9,4	9,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	18,7	19,6	16,3	10,2	9,8	9,2
M3	100,0	11,5	12,0	11,2	10,0	9,5	9,3
Crédito a residentes en la zona del euro		8,7	9,2	10,0	9,6	9,1	9,1
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,0	-4,1	-2,5	-1,2	-0,9	-0,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,8	-1,8	-0,9	0,8	2,0	1,6
Crédito al sector privado		11,6	12,2	12,7	11,9	11,2	11,1
Préstamos al sector privado		11,0	11,1	11,1	10,5	9,9	9,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,3	8,5	6,9	4,6	3,8	3,2

Fuente: BCE.

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

vada en los últimos meses refleja principalmente la evolución de los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 1,2% en el segundo trimestre del 2008, desde el 3,1% del trimestre anterior. En julio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a caer y pasó a ser ligeramente negativa, situándose en el -0,8%, frente al 0,1% de junio.

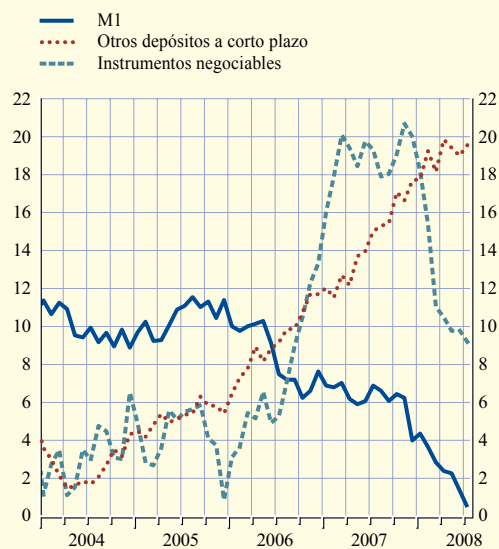
La menor contribución al crecimiento de M1 de los depósitos a la vista continúa siendo consecuencia de la evolución de los tipos de interés. Más exactamente, la subida progresiva de los tipos de interés desde diciembre del 2005 ha aumentado de forma constante el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos. La actual curva de rendimientos, que es algo inusual y presenta forma de «joroba» sólo en el plazo inferior a un año, siendo relativamente plana en el resto de vencimientos, ha favorecido los desplazamientos desde depósitos a la vista hacia depósitos a plazo hasta dos años, lo que también ayuda a explicar la fortaleza de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Al mismo tiempo, en el actual entorno de mercado, los depósitos a plazo hasta dos años constituyen una atractiva fuente de financiación para las entidades de crédito, lo que les ha llevado a redoblar sus esfuerzos para atraer dichos depósitos, en gran medida en detrimento de los depósitos a la vista.

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) continuaron siendo los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3 en el segundo trimestre y en julio del 2008. Esta evolución refleja los fuertes incrementos que volvieron a experimentar los depósitos a plazo hasta dos años, cuya tasa de crecimiento aumentó desde el 18,3% del primer trimestre del 2008 hasta el 19,3% del segundo trimestre, la tasa de crecimiento intertrimestral más alta registrada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (véase gráfico 6). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años ascendió desde el 38,7% de junio hasta el 39,1% de julio. Por el contrario, los otros componentes principales de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, es decir, los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses), siguieron descendiendo en el segundo trimestre del 2008, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, contribuyendo así también a fortalecer el crecimiento de otros depósitos a corto plazo. En julio, la tasa de disminución interanual de los depósitos de ahorro se mantuvo prácticamente sin variación con respecto al mes anterior.

Como en los últimos meses, la excepcionalmente vigorosa evolución de los depósitos a plazo hasta dos años es reflejo, en gran parte, de la actual curva de rendimientos, como se ha mencionado anteriormente. A diferencia de los tipos de interés de los depósitos a un día y de los depósitos de ahorro a corto plazo, la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años ha seguido relativamente de cerca la subida de los tipos de interés del mercado monetario, lo cual ha estimulado el crecimiento de los depósitos a plazo hasta dos años en detrimento no sólo de los depósitos a la vista, sino también de los depósitos de ahorro. Además, el hecho de que la curva de rendimientos se mantenga plana indica que los

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

depósitos a plazo hasta dos años resultan también atractivos si se comparan con 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.

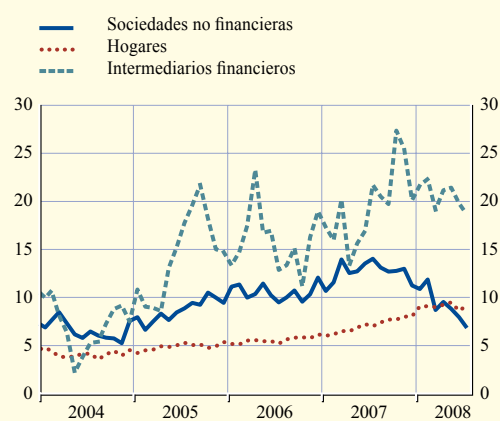
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 (es decir, M3-M2) volvió a disminuir en el segundo trimestre del 2008, situándose en el 10,2%, frente al 16,3% del trimestre anterior. Esta evolución fue consecuencia de los acusados descensos de las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario (el principal subcomponente) y de los valores distintos de acciones hasta dos años. Por el contrario, la tasa de crecimiento del tercer subcomponente, las cesiones temporales, se mantuvo estable en general. En julio, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables volvió a disminuir, hasta el 9,2%, desde el 9,8% de junio. Esta tasa, que fue muy elevada durante la mayor parte del 2007, ha caído significativamente en el 2008. Además, los flujos de entrada mensuales en participaciones en fondos del mercado monetario continúan caracterizándose por niveles de volatilidad elevados y en aumento, un patrón que con el paso del tiempo se ha hecho más marcado, especialmente desde el comienzo de las tensiones en los mercados financieros. La aprensión de los inversores en relación con estas participaciones en los primeros meses de las turbulencias financieras pareció disiparse a principios del 2008, pero las salidas observadas nuevamente en el segundo trimestre y en julio del 2008, indican que todavía existe un cierto nivel de aprensión.

El detalle del crecimiento monetario por sectores se basa en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales («depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual de este agregado (que es el más amplio para el que se dispone de información fiable por sector tenedor) siguió moderándose progresivamente en el segundo trimestre del 2008, situándose en el 11%, frente al 11,3% registrado el trimestre anterior. Esta desaceleración continuó en julio del 2008, mes en que la tasa de crecimiento interanual descendió hasta el 10,2%, desde el 10,4% observado en junio.

Los depósitos de los hogares fueron nuevamente los que más contribuyeron al crecimiento interanual total de los depósitos de M3 en el segundo trimestre del 2008. En julio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de este sector volvió a aumentar hasta situarse en el 9,2%, frente al 8,6% de junio (véase gráfico 7). Esta evolución obedeció a los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios, como consecuencia del aplanamiento de la curva de rendimientos, que generaron un incremento de la proporción de instrumentos monetarios en la cartera total de activos de los hogares. Por el contrario, la tasa de crecimiento de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras experimentó un descenso adicional en el segundo trimestre y en julio del 2008. Es probable que la reciente moderación del crecimiento de los beneficios de las sociedades no financieras haya influido en esta disminución. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por intermediarios financieros no monetarios (OIF) se redujo en el segundo trimestre del 2008 y también en julio. A pesar de la moderación experimentada en el primer semestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de OIF

Gráfico 7 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual, sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

mantiene un dinamismo mayor que el observado en el caso de otros subcomponentes sectoriales. Esta situación refleja, entre otros aspectos, la demanda de mayores reservas de liquidez por parte de los fondos de inversión en un momento en el que podrían producirse salidas de estos fondos, así como la mayor preferencia de las IFM, patente desde el comienzo de las tensiones financieras, por los préstamos interbancarios garantizados contratados a través de plataformas electrónicas (con el consiguiente aumento de las cesiones temporales en manos de OIF).

PRINCIPALES 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 9,6% en el segundo trimestre del 2008, desde el 10% del primer trimestre (véase cuadro 1), invirtiendo la tendencia al alza observada anteriormente. Dentro de esta contrapartida, el crédito a las Administraciones Públicas continuó disminuyendo, en términos interanuales, aunque a una tasa más reducida que en los trimestres anteriores (hasta el -1,2% en el segundo trimestre del 2008, en comparación con el -2,5% del primer trimestre). La moderación del crecimiento del crédito total es atribuible a la evolución de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, que ha disminuido en los últimos meses, ya que descendió hasta el 11,9% en el segundo trimestre del 2008, desde el 12,7% observado en el primer trimestre, y volvió a caer en julio, hasta el 11,1%.

El descenso observado en la tasa de crecimiento del crédito al sector privado en el segundo trimestre del 2008 fue generalizado en todos los subcomponentes del crédito, aunque en diferente medida. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias por parte de las IFM de valores distintos de acciones del sector privado mantuvo un nivel muy elevado, del 39,6%, en el segundo trimestre (aunque fue ligeramente más baja que el 43% registrado en el primer trimestre), como consecuencia, principalmente, de las compras de valores emitidos por OIF realizadas por las IFM. Estas compras podrían reflejar un efecto directo o indirecto de las turbulencias financieras, ya que pueden asociarse no sólo a la financiación de entidades especiales de titulización (SPV) asociadas, sino también a la reorganización de determinadas actividades por parte de los grupos bancarios internacionales, que han reubicado a diversas entidades fuera de balance en la zona del euro. También existe evidencia de que, en los últimos meses, las IFM han titulado parte de sus carteras de préstamos y han mantenido los valores resultantes en sus propios balances, en lugar de venderlos en el mercado. Estas operaciones también han influido en la evolución de los préstamos de las IFM y, por tanto, se deben interpretar con cautela (véase el recuadro 3 para más información sobre el impacto de la titulización sobre la evolución de los préstamos).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, se redujo hasta el 10,5% en el segundo trimestre del 2008 (y se moderó de nuevo, hasta el 9,4%, en julio), desde el 11,1% del primer trimestre (véase cuadro 1). Esta moderación fue resultado de la desaceleración observada en el crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero, mientras que la tasa de crecimiento de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios se mantuvo elevada (en el 25% en el segundo trimestre y en el 23,6% en julio, frente al 24,9% del primer trimestre). La tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero se redujo en el segundo trimestre, como consecuencia de descensos graduales de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (que se situó en el 14,5% en el segundo trimestre y en el 13,2% en julio, desde el 14,6% del primer trimestre) y de la de los préstamos a hogares (que fue del 5% en el segundo trimestre y del 4,1% en julio, frente al 5,9% del primer trimestre). El patrón observado recientemente en el crecimiento de los préstamos es acorde con regularidades históricas, y constituye un reflejo del impacto de las subidas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos desde finales del 2005, de la desaceleración registrada en el mercado de la vivienda, del en-

durecimiento de los criterios de concesión del crédito (atribuible, fundamentalmente, al deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general y al empeoramiento de las perspectivas para el mercado de la vivienda) y del ciclo económico en su conjunto. Se dispone de escasa evidencia de que las tensiones en los mercados financieros hayan influido directamente en la evolución de los préstamos otorgados por las IFM, a través, por ejemplo, de limitaciones de carácter cuantitativo en la oferta de crédito (en las secciones 2.6 y 2.7 figura un análisis más detallado de los flujos financieros y de la posición financiera de las sociedades no financieras y de los hogares).

Recuadro 3

EL IMPACTO DE LA TITULIZACIÓN FUERA DE BALANCE O REAL TRADICIONAL SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS IFM

En el contexto de las actuales tensiones en los mercados financieros, el análisis de la evolución a corto plazo de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado está siendo objeto de mayor atención. Determinar si el sistema bancario puede o no proporcionar financiación suficiente a los hogares y a las sociedades no financieras ha demostrado ser fundamental para valorar las perspectivas macroeconómicas. Un aspecto crucial de este análisis es la distinción entre los factores fundamentales que influyen en la oferta o en la demanda de préstamos, por un lado, y la evolución a corto plazo de los datos sobre préstamos, que tiene su origen en factores temporales como las operaciones de titulización de préstamos específicas¹ realizadas por las IFM de la zona del euro. Para arrojar luz sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM, en este recuadro se actualizan las estimaciones, proporcionadas en recuadros que han aparecido en Boletines Mensuales anteriores, acerca del impacto de la titulización fuera de balance tradicional sobre el crecimiento de los préstamos concedidos por este sector².

Las operaciones de titulización fuera de balance y las estadísticas de préstamos de las IFM

Desde mediados del 2007 se ha observado una moderación del crecimiento del total de préstamos concedidos al sector privado de la zona del euro, en consonancia, en líneas generales, con lo que habría cabido esperar a partir de la evolución de los determinantes económicos y financieros convencionales de la demanda de préstamos. No obstante, hacia el final del segundo trimestre del 2008, los flujos de préstamos de las IFM al sector privado y, en particular, los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, experimentaron un acusado descenso (véanse gráficos A y B), de una manera que resultó difícil explicar únicamente en términos de factores fundamentales.

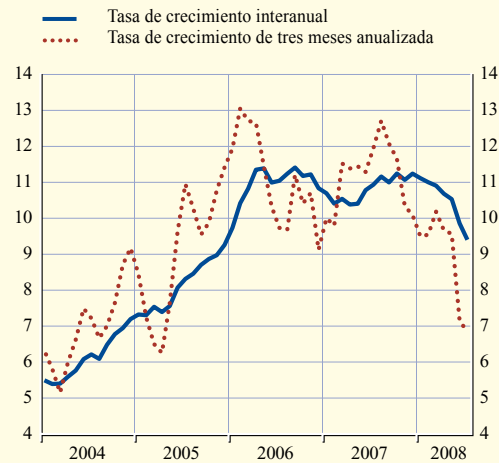
Con el fin de valorar si los descensos observados representaban un cambio en la política de préstamos de las entidades de crédito o en el comportamiento de los prestatarios, o si simplemente eran reflejo de factores técnicos, es necesario realizar un análisis del impacto de las operaciones de titulización, y en particular de la titulización «fuera de balance». La titulización fuera de balance tradicional está asociada a la venta de préstamos por parte de las IFM a instituciones financieras no monetarias que conlleva la baja

1 Para un análisis de la concesión y la titulización de préstamos, véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

2 Para conocer valoraciones anteriores del impacto de la titulización fuera de balance tradicional sobre el crecimiento de los préstamos, véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de septiembre del 2005, el recuadro dos del artículo titulado «La titulización en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2008, y el recuadro titulado «La importancia de las normas de contabilidad para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de marzo del 2008.

Gráfico A Préstamos concedidos por las IFM al sector privado

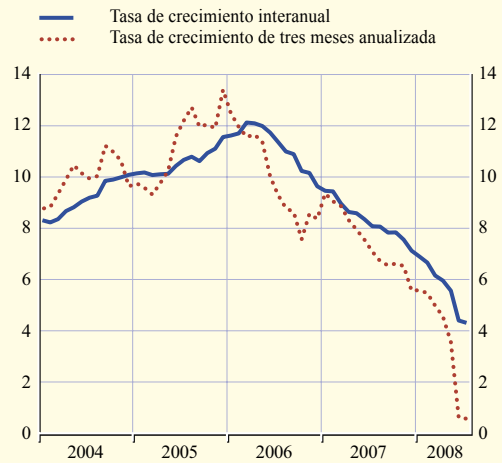
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Gráfico B Préstamos concedidos por las IFM a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

de los préstamos del balance de las IFM. En los últimos años, este tipo de titulización se ha convertido en un importante elemento de los modelos de negocio de las entidades de crédito, permitiéndoles compartir el riesgo de crédito y crear instrumentos líquidos a partir de préstamos que normalmente son ilíquidos. Sin embargo, esta modalidad de titulización puede distorsionar la información que contienen las estadísticas de préstamos de las IFM, ya que los préstamos al sector privado originados por este sector dejan de incluirse en los datos de las citadas estadísticas cuando se dan de baja del balance de las IFM.

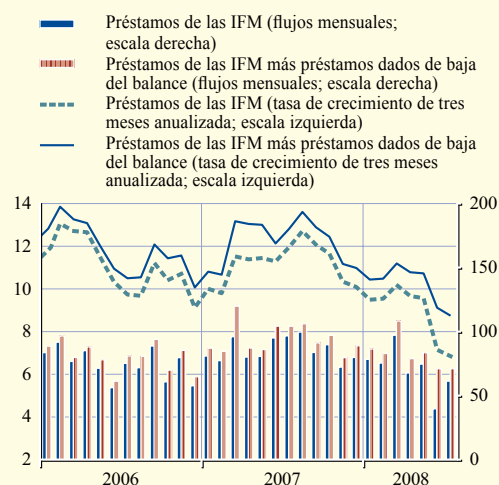
Por lo tanto, al interpretar las series sobre préstamos de las IFM es importante determinar si las normas contables aplicables permitieron a las IFM que originalmente habían concedido los préstamos eliminar (formalmente, «dar de baja») dichos préstamos de sus balances en el transcurso de las operaciones de titulización.

Estas normas contables son diferentes en los distintos países de la zona del euro. En consecuencia, con frecuencia es la naturaleza de las normas contables aplicadas, más que el tipo de transacción económica, la que determina si una operación de titulización concreta se traduce en la eliminación de los préstamos del balance de la entidad originadora y, por tanto, si afecta a las estadísticas de préstamos de las IFM³. Por consiguiente, los datos sobre préstamos deben interpretarse con cautela si se pretende extraer información relevante para la política monetaria. Con el fin de reflejar la importancia de las normas de contabilidad para las distintas transacciones económicas, en el análisis que se realiza a continuación se hace referencia a préstamos «dados de baja» en lugar de «titulizados».

3 Por ejemplo, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (concretamente la Norma Internacional de Contabilidad n.º 39) en algunos países de la zona del euro y de determinadas políticas de supervisión en ciertos Estados miembros de la UE en los que el modelo bancario de «originar y distribuir» ha adquirido una popularidad creciente en los últimos años, ha evitado en gran medida que las entidades de crédito dieran de baja del balance préstamos después de venderlos a una entidad especial de financiación. Para una descripción más detallada, véase el recuadro titulado «La importancia de las normas de contabilidad para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de marzo del 2008.

Gráfico C Préstamos concedidos por las IFM al sector privado

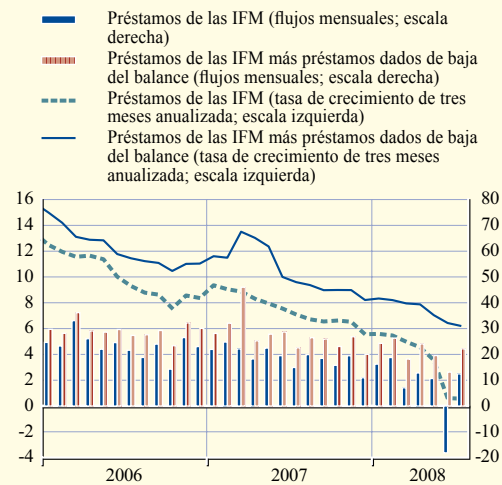
(tasas de variación interanual; flujos en mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Gráfico D Préstamos concedidos por las IFM a hogares para adquisición de vivienda

(tasas de variación interanual; flujos en mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Las titulizaciones «retenidas» por las entidades redujeron los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda en el segundo trimestre del 2008

Las estimaciones realizadas a partir de información disponible en el BCE permiten llevar a cabo una valoración aproximada del impacto de los préstamos dados de baja del balance sobre las estadísticas de las IFM⁴. Estas estimaciones ponen de manifiesto que el impacto a la baja de estas operaciones sobre los préstamos concedidos por las IFM al sector privado entre abril y junio del 2008 fue de unos 50 mm de euros, en términos desestacionalizados. Este ha sido el efecto más acusado observado durante el período de estimación disponible, que se remonta al año 1999.

A primera vista, esta intensa eliminación de préstamos del balance como consecuencia de las operaciones de titulización realizadas durante las tensiones que se están produciendo en los mercados financieros parece entrar en contradicción con los reducidos niveles de actividad observados en los mercados en los que se colocan los instrumentos creados mediante la titulización. No obstante, la mayor parte de las operaciones de titulización fuera de balance tradicional realizadas en 2008 han sido «retenidas» por las IFM. En otras palabras, en lugar de vender estos instrumentos en el mercado o colocarlos a inversores privados, las propias IFM están comprando los valores creados durante el proceso de titulización.

Aunque la información disponible sobre préstamos dados de baja del balance no permite el desglose de los préstamos subyacentes por sector o por finalidad, es probable que la mayor parte de los préstamos dados de baja sean préstamos a hogares para adquisición de vivienda. La estimación del volumen de préstamos dados de baja del balance se puede utilizar para ajustar las series de préstamos de

⁴ Actualmente se están desarrollando estadísticas mejoradas y armonizadas sobre la titulización de préstamos otorgados por las IFM, y se espera que estén a disposición del público en el año 2010.

las IFM, particularmente los concedidos a hogares para adquisición de vivienda, por el impacto de los préstamos dados de baja del balance. Por ejemplo, de la suma del volumen estimado de préstamos dados de baja y de los flujos de préstamos concedidos por las IFM para adquisición de vivienda se puede obtener una imagen más adecuada del flujo de préstamos para adquisición de vivienda concedidos originalmente por las IFM.

Para ilustrar el impacto de la eliminación de préstamos del balance sobre la evolución a corto plazo de los préstamos concedidos por las IFM, el gráfico C muestra los flujos mensuales y la tasa de crecimiento de tres meses anualizada de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. El gráfico D presenta las mismas series para los préstamos otorgados por este sector a hogares para adquisición de vivienda. En ambos casos se realiza una comparación entre los datos registrados y los datos corregidos por el impacto estimado de la eliminación de préstamos del balance.

Estos gráficos transmiten dos claros mensajes. En primer lugar puede observarse una moderación en los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y en los otorgados por este sector a hogares para adquisición de vivienda, con independencia de las correcciones que puedan efectuarse para reflejar la eliminación de préstamos del balance de las IFM. En segundo lugar, aunque la serie oficial de préstamos de las IFM experimentó un pronunciado descenso hacia finales del segundo trimestre del 2008, el ritmo de moderación observado en los últimos meses no resulta desordenado ni excepcional, una vez corregida por el impacto de la eliminación de préstamos del balance. A mediados del 2008, la diferencia entre las tasas de crecimiento de tres meses anualizadas corregida y sin corregir alcanzó su nivel más elevado desde 1999 tanto para los préstamos al sector privado como para los concedidos a hogares para adquisición de vivienda, con una diferencia de unos 2 puntos porcentuales en el caso de los primeros y de alrededor de 6 puntos porcentuales en el de los préstamos para adquisición de vivienda.

Por tanto, la corrección de la serie oficial de préstamos por el impacto de la eliminación del balance de estos activos afecta sustancialmente a los datos y a su interpretación. Una vez realizada la corrección, el crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM (y de los préstamos para adquisición de vivienda en particular) parece seguir moderándose en consonancia con sus factores determinantes tradicionales. La acusada caída del crecimiento de los préstamos registrada en junio no constituye un motivo de preocupación en lo que respecta a la oferta de crédito bancario, contrariamente a lo que podría deducirse de la interpretación inicial de los datos.

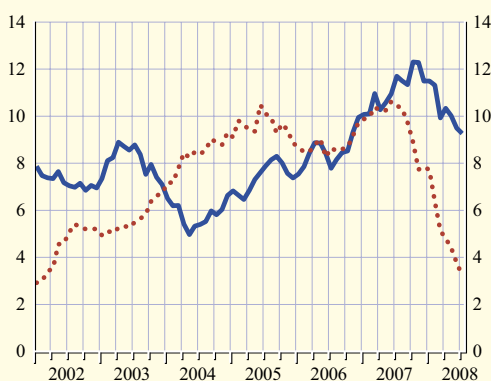
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) ha seguido reduciéndose en los últimos trimestres (véase gráfico 8), como reflejo de la desaceleración registrada en todos sus componentes. En concreto, la caída de la tasa de crecimiento de los depósitos a largo plazo refleja el aplanamiento de la curva de rendimientos, que impulsa sustituciones de depósitos a largo plazo por depósitos a más corto plazo.

En cuanto a las contrapartidas exteriores de M3, en los últimos trimestres se han observado salidas sucesivas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que ascendieron a 304 mm de euros en julio del 2008 (véase gráfico 9). Estas considerables salidas reflejan un reajuste de las carteras internacionales, que conlleva trasvases de activos fuera de la zona del euro. No obstante, existen algunos indicios de un impacto derivado de las actividades de reestructuración llevadas a cabo por entidades de

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

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

- M3
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

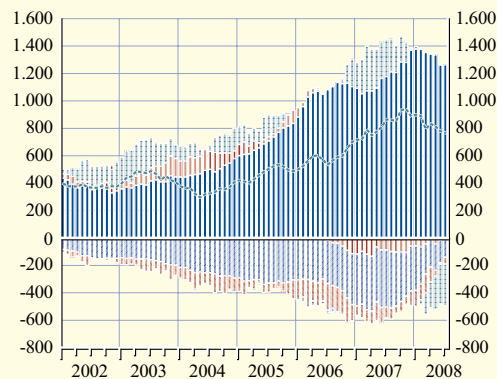


Fuente: BCE.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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

- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- ▨ Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- ▨ Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- - - M3



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.

crédito de la zona, que aparentemente han convertido entidades especiales de financiación asociadas radicadas en el extranjero en entidades de la zona del euro.

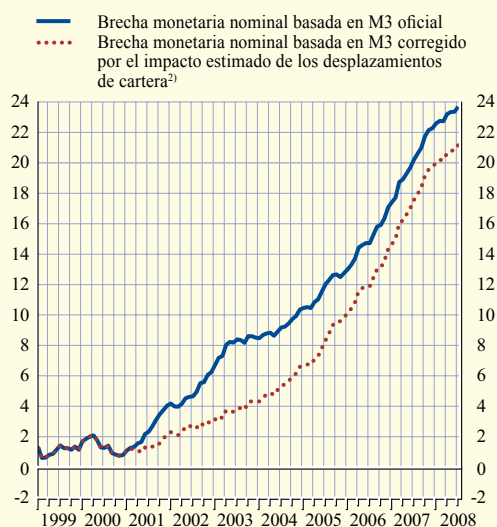
En general, los datos monetarios y los procedentes de los agregados crediticios hasta julio del 2008 confirman que, pese a la moderación observada recientemente, el ritmo subyacente de crecimiento monetario sigue siendo intenso. La actual moderación del crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero refleja, en gran medida, el efecto habitual de la evolución de la actividad económica y de unas condiciones más restrictivas para el crédito, sin que haya indicios de que las turbulencias financieras hayan tenido un impacto adicional, a través, por ejemplo, de los niveles de capital de las entidades de crédito y, por tanto, que hayan influido en la oferta de préstamos. El impacto directo de las citadas tensiones sigue siendo patente principalmente en el acusado crecimiento de los valores adquiridos a OIF en el contexto de las operaciones de titulización. De cara al futuro, las regularidades históricas y la evolución prevista de los determinantes fundamentales apuntarían a una nueva moderación del crecimiento de los préstamos en los próximos meses.

VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

La acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro se moderó en el segundo trimestre del 2008, como quedó reflejado en la evolución de las brechas monetarias nominal y real. Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de los saldos monetarios de equilibrio que siempre es imprecisa, especialmente en el entorno actual. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden considerarse una indicación de la considerable incertidumbre en torno a la situación de liquidez de la zona del euro en la actual coyuntura. Teniendo presentes estas salvedades, las medidas de la situación de liquidez en la zona más recientes sugieren que las medidas

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



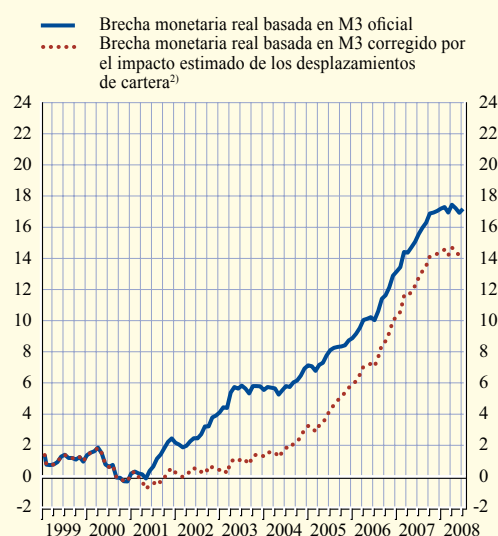
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

obtenidas de las desviaciones del crecimiento monetario con respecto al valor de referencia del BCE se estabilizaron, en términos generales, en el segundo trimestre del 2008, tras haber aumentado de forma significativa entre el 2004 y el 2007 (véanse gráficos 10 y 11). La brecha monetaria nominal, es decir, la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 resultante de un crecimiento de este agregado monetario igual al valor de referencia, volvió a experimentar un leve aumento en el segundo trimestre del 2008. Las medidas alternativas de la liquidez, que corrigen algunas limitaciones de la brecha monetaria nominal, principalmente la brecha monetaria construida a partir de la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, y la brecha monetaria real, que tiene en cuenta el hecho de que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por las subidas de los precios, se traducen en un volumen de liquidez monetaria considerablemente más reducido y más estable (pero todavía amplio).

No obstante, la conclusión general que se extrae del análisis de estas medidas, especialmente de la obtenida del análisis monetario amplio orientado hacia la identificación del crecimiento subyacente de M3, es que las condiciones de liquidez de la zona del euro siguen siendo holgadas. En general, aunque el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios actualmente está mostrando señales de moderación, reflejo de las medidas de política monetaria adoptadas desde finales del 2005 para abordar los riesgos para la estabilidad de precios, el hecho de que el ritmo subyacente de expansión monetaria siga siendo intenso en un contexto de abundancia de liquidez apunta a la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

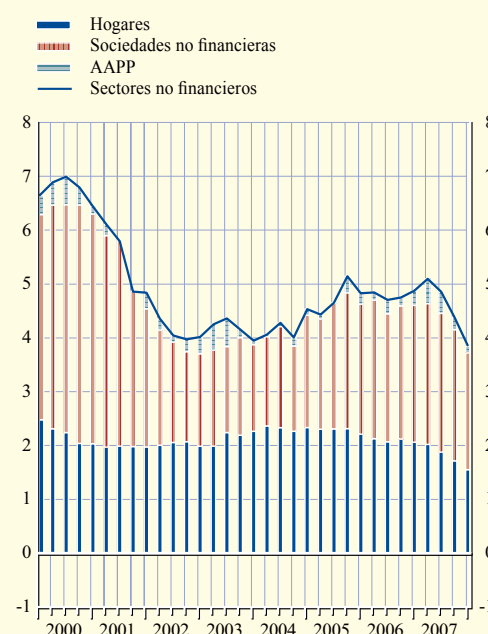
En el primer trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó de nuevo. Este descenso fue generalizado para los hogares, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas. Las entradas interanuales en los fondos de inversión volvieron a experimentar un acusado descenso en el primer trimestre, mientras que la caída de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se interrumpió.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos) la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó de nuevo, hasta el 3,8%, desde el 4,4% del cuarto trimestre del 2007 (véase cuadro 2). El detalle por instrumento de inversión muestra que este descenso refleja, entre otros factores, la reducción de las ta-

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I
Inversión financiera	100	5,1	4,8	4,8	4,7	4,7	4,9	5,1	4,9	4,4	3,8
Efectivo y depósitos	23	6,5	6,4	6,4	7,1	7,0	7,4	8,0	7,3	6,7	6,5
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	-1,0	0,8	1,9	3,7	5,9	4,6	3,5	3,2	3,6	2,9
De los cuales: A corto plazo	1	-10,7	6,9	4,6	7,7	17,9	13,5	15,6	28,0	35,8	29,2
De los cuales: A largo plazo	5	-0,1	0,3	1,7	3,4	4,9	3,7	2,3	0,8	0,8	0,2
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	31	3,5	2,5	2,8	1,9	1,7	2,0	2,2	2,7	3,0	3,2
De las cuales: Acciones cotizadas	9	0,7	-1,0	0,2	0,9	0,0	1,0	1,4	1,5	2,8	3,6
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	4,6	3,9	3,7	2,3	2,5	2,4	2,5	3,2	3,1	3,1
Participaciones en fondos de inversión	6	4,3	3,1	2,0	0,1	-0,7	-0,5	-0,4	-2,7	-4,2	-6,0
Reservas técnicas de seguro	16	7,5	7,6	7,5	7,3	6,7	6,4	6,3	5,9	5,5	4,9
Otros ²⁾	18	6,8	6,5	6,4	6,8	7,4	8,2	8,4	8,5	6,7	4,8
M3 ³⁾		7,4	8,4	8,4	8,5	9,9	11,0	11,0	11,3	11,5	9,9

Fuente: BCE.

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

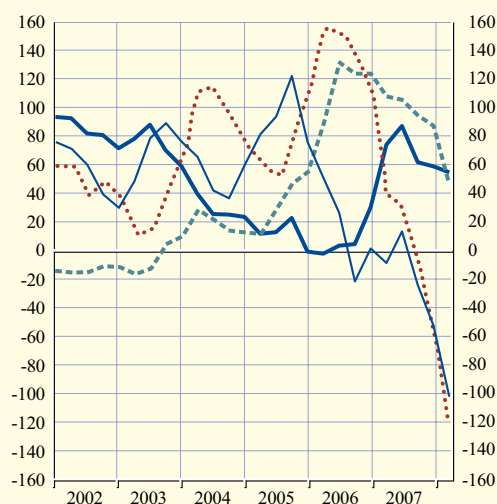
2) Otros activos financieros comprende préstamos, derivados financieros y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye, entre otros, el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

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

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

(mm de euros)

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

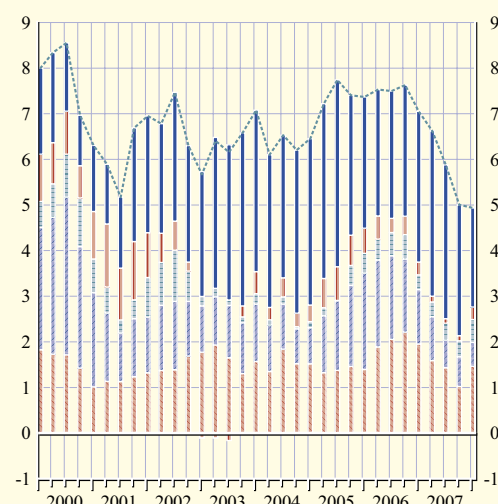


Fuentes: BCE y EFAMA.
1) Cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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



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

tasas de crecimiento interanual de la inversión en participaciones en fondos de inversión, en reservas técnicas de seguro y, aunque en menor medida, en valores distintos de acciones y efectivo y depósitos. En cambio, el crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) continuó incrementándose.

El detalle por sectores no financieros muestra que el descenso del crecimiento interanual de la inversión financiera total en el primer trimestre del 2008 fue generalizado (véase gráfico 12). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares disminuyó de nuevo, hasta el 3,1%, el nivel más bajo desde el inicio de la tercera fase de la UEM. Aunque el crecimiento de la inversión financiera de las sociedades no financieras también volvió a reducirse, situándose en el 5,3%, sigue siendo relativamente elevado si se compara con el crecimiento de otros sectores y el observado en el período de crecimiento económico reducido en el 2002 y en el 2003 (en las secciones 2.6 y 2.7 figura información más detallada de la inversión financiera por sectores).

INVERSORES INSTITUCIONALES

El valor de los activos totales de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) de la zona del euro experimentó una acusada disminución en el primer trimestre del 2008, un 9,9% con respecto al primer trimestre del 2007. Esta evolución constituye el primer descenso interanual desde el período de incertidumbre observado en los mercados financieros entre el 2001 y el 2003. La caída registrada en el primer trimestre del 2008 tuvo su origen principalmente en la reducción del valor de las tenencias de valores,

incluidas las acciones. Datos publicados recientemente sobre nuevas operaciones indican que el descenso del valor de los activos totales de los fondos de inversión del primer trimestre del 2008 puede atribuirse fundamentalmente a efectos de valoración, y únicamente hasta cierto punto a reestructuraciones en la distribución de los activos. En el recuadro 4, titulado «El impacto de las nuevas operaciones y de los efectos de valoración sobre el valor de los fondos de inversión de la zona del euro», se considera este tema con más detalle.

Los datos proporcionados por EFAMA¹ en relación con las ventas netas de distintos tipos de fondos de inversión en el primer trimestre del 2008 indican que se han vuelto a producir salidas netas de fondos de inversión de renta variable y de renta fija, que aumentaron en ambos casos con respecto al trimestre precedente (véase gráfico 13). En cambio, los fondos mixtos y los fondos del mercado monetario siguieron registrando entradas, aunque algo más reducidas que en trimestres anteriores. Si se considera en su conjunto, la evolución reciente indica que se ha producido cierto cambio de sentido en las entradas relativamente elevadas registradas en los fondos de inversión en el 2005 y el 2006.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro fue del 4,9% en el primer trimestre del 2008, prácticamente invariable con respecto al cuarto trimestre del 2007. Por tanto, el marcado descenso observado en esta tasa en el 2007 no ha continuado (véase gráfico 14). El crecimiento interanual prácticamente sin variaciones registrado en el primer trimestre del 2008 oculta la caída de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones (excluidos los derivados financieros) y de las participaciones en fondos de inversión, que se vio compensada, en gran parte, por la mejor contribución de la inversión en otras categorías, particularmente de la inversión en préstamos y depósitos (incluidos en «otras» inversiones financieras).

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

Recuadro 4

EL IMPACTO DE LAS NUEVAS OPERACIONES Y DE LOS EFECTOS DE VALORACIÓN SOBRE EL VALOR DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

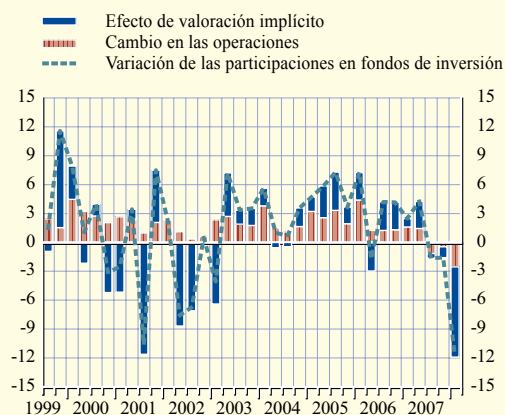
En el primer trimestre del 2008, el valor de los activos/pasivos totales de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) de la zona del euro cayó un 9,9% con respecto al año anterior. Estos acusados descensos del valor de los activos se han observado en ocasiones anteriores (como en el período de incertidumbre financiera registrado entre el 2001 y el 2003), y su valoración depende de la medida en que tengan su origen en nuevas operaciones o en cambios en la valoración de los activos que componen su cartera. Ahora, este análisis puede mejorarse utilizando los nuevos datos disponibles sobre operaciones.

El BCE comenzó a publicar estadísticas de los fondos de inversión de la zona del euro en enero del 2003. Mientras que, hasta mediados del 2008, los datos publicados únicamente consistían en saldos vivos, en la publicación del 10 de julio de 2008 correspondiente al primer trimestre de este año se incluyeron por primera vez datos sobre operaciones con acciones emitidas por fondos de inversión¹.

1 Estos nuevos datos sobre operaciones permiten realizar un análisis más detallado de las participaciones en fondos de inversión, que actualmente representan alrededor del 94% de los pasivos totales de los fondos de inversión. Los datos se pueden consultar en la sección «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu>) de la dirección del BCE en Internet.

Gráfico A Contribuciones a las variaciones en las participaciones en fondos de inversión

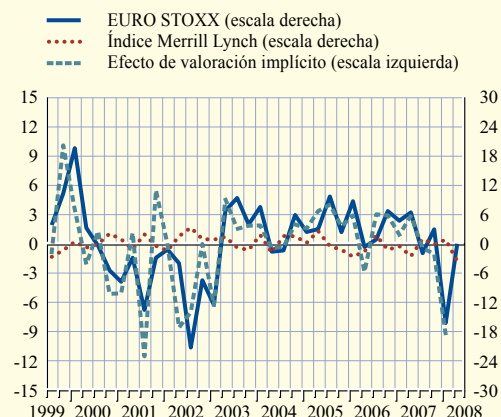
(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Nota: Datos disponibles hasta el primer trimestre del 2008.

Gráfico B Efectos de valoración, cotizaciones bursátiles y precios de los bonos

(en porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, BCE y Merrill Lynch.

Notas: «EURO STOXX» es el índice EURO STOXX de cotizaciones bursátiles. El índice «Merrill Lynch» se refiere al índice de rentabilidad de la UEM para bonos. Los datos sobre las cotizaciones en los mercados bursátiles y los precios de los bonos son tasas de crecimiento intertrimestrales (datos disponibles hasta el segundo trimestre del 2008). Los datos sobre el efecto de valoración se expresan en porcentaje de los saldos vivos totales de las participaciones en fondos de inversión (datos disponibles hasta el primer trimestre del 2008).

Estas operaciones incluyen las entradas netas totales en fondos de inversión por parte de los inversores, que se calculan añadiendo sus adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión a los ingresos recibidos por estos fondos y restando los dividendos distribuidos. Todavía no es posible obtener un detalle de los datos por tipo de fondo de inversión. Estos datos, que comienzan en el tercer trimestre de 1999, complementan los relativos a los saldos vivos, que se remontan al cuarto trimestre de 1998.

El gráfico A muestra el desglose de las variaciones intertrimestrales en el valor de los activos de los fondos de inversión por efectos de las operaciones y por ajustes de valoración. Estos últimos reflejan, en su mayor parte, modificaciones en los precios de los activos, pero también incluyen el impacto de las fluctuaciones del tipo de cambio y reclasificaciones estadísticas ocasionales. Según parece, en el primer trimestre del 2008, la reducción del valor de los activos de los fondos se debió principalmente a efectos de valoración negativos, y sólo una pequeña parte de dicha reducción fue atribuible a la disminución de las operaciones. Esto también parece ser aplicable a los otros descensos del valor de los activos observados desde el inicio de la tercera fase de la UEM, como el registrado en el tercer trimestre del 2001. No obstante, la evolución del segundo semestre del 2007 y del primer trimestre del 2008 carece en cierta medida de precedentes porque por primera vez se han producido salidas netas de los fondos de inversión.

El gráfico B muestra que los efectos de valoración que se muestran en el gráfico A están estrechamente correlacionados con las variaciones registradas en los precios de las acciones de la zona del euro medidas por el índice EURO STOXX. No cabe esperar que la correlación sea exacta, ya que los efectos de valoración de las participaciones en fondos de inversión también recogen modificaciones de los precios de las acciones de fuera de la zona del euro, y los cambios en los precios de otras categorías de activos, como los bonos. En particular, la magnitud ligeramente inferior de los efectos de

valoración con respecto a las variaciones en los precios de las acciones refleja principalmente movimientos en los precios de los bonos, que son menos volátiles que los de las acciones. A este respecto, la comparación con episodios anteriores con efectos de valoración similares, como los de los años 2001 y 2002, muestra algunas diferencias importantes. Cabe destacar que los precios de las acciones también experimentaron un acusado descenso en el tercer trimestre del 2001 y en el segundo trimestre del 2002, pero los precios de los bonos, medidos por el índice de rentabilidad de la UEM (EMU Price Return index) de Merrill Lynch, experimentaron un incremento considerable. En cambio, el primer trimestre del 2008 se caracterizó por la caída de las cotizaciones bursátiles y por un aumento sólo moderado de los precios de los bonos.

En general, este análisis pone de relieve que el análisis de las variaciones del valor de los activos de los fondos de inversión se beneficia de la posibilidad de establecer una diferenciación entre los cambios que se deben a operaciones y a reestructuraciones de cartera, por un lado, y los cambios de valoración y las variaciones en los precios de los activos subyacentes, por otro. Este desglose también ha puesto de manifiesto que el marcado descenso registrado recientemente en el valor de los activos de los fondos de inversión presenta algunas diferencias con respecto a los observados en el 2001 y el 2002.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

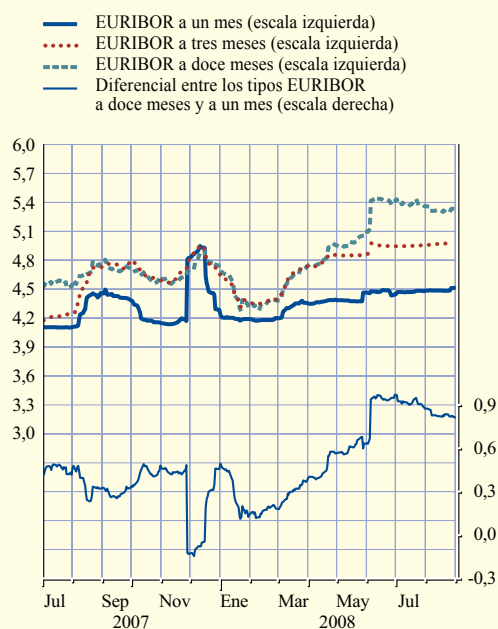
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se han incrementado desde principios de junio del 2008. Los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías han disminuido levemente en este periodo. La inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, calculada en función de los tipos sin garantías, ha aumentado ligeramente desde junio, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes sin garantías se ha ampliado moderadamente, hasta situarse en 81 puntos básicos el 3 de septiembre, un nivel significativamente más alto que el observado en el primer semestre del 2008.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías han aumentado desde principios de junio del 2008. El 3 de septiembre, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaba en el 4,51%, el 4,96%, el 5,16% y el 5,32%, respectivamente, es decir, 5, 10, 24 y 23 puntos básicos por encima de los niveles observados el 2 de junio de 2008 (véase gráfico 15).

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 81 puntos básicos el 3 de septiembre, en comparación con 63 puntos básicos a principios de junio (véase gráfico 15). Este aumento de la in-

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

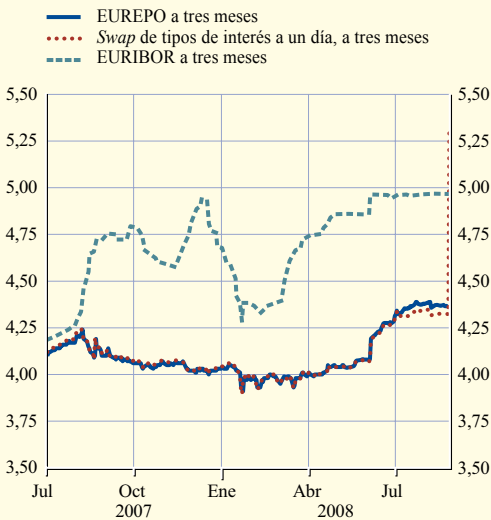
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 16 EUREPO, EURIBOR y swap de tipos de interés a un día, a tres meses

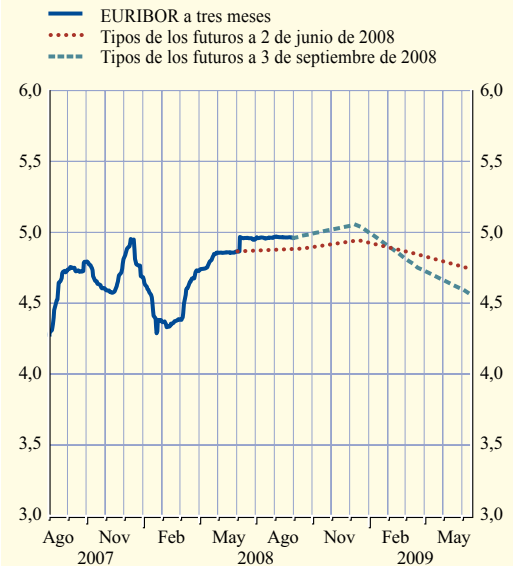
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

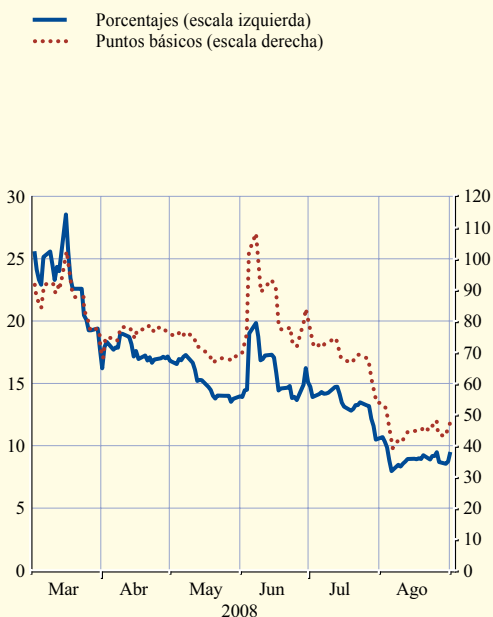
clinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se produjo principalmente en junio, y fue reflejo, principalmente, de la mejora de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE. Estos incrementos afectaron más a los tipos a plazos más largos que a los tipos a plazos más cortos. Con posterioridad al aumento observado a principios de junio, la inclinación de la pendiente de la curva se ha aplanado ligeramente, ya que han disminuido las expectativas de subidas de los tipos de interés a corto plazo. Con todo, la citada curva permanece en niveles más elevados que en el primer semestre del 2008.

Las variaciones en los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) también contribuyeron al aplanamiento de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario. Estos diferenciales, que aumentaron de nuevo en el segundo trimestre del 2008 en el contexto de las continuas tensiones en el mercado monetario, han disminuido ligeramente desde principios de junio. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y los tipos sin garantías al mismo plazo se redujo de 78 puntos básicos el 2 de junio de 2008 a alrededor de 60 puntos básicos en agosto (véase gráfico 16).

El 3 de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2008 y en marzo y junio del 2009 se situaban en el 5,07%, el 4,78% y el 4,58%, respectivamente, lo que corresponde a un incremento de 10 puntos básicos para el tipo de los contratos con vencimiento en diciembre y a una reducción de 10 y 18 puntos básicos para los contratos con entrega en marzo y junio, con respecto a los niveles del 2 de junio de 2008 (véase gráfico 17). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses aumentó a principios de junio, pero reanudó su trayectoria descendente a partir de mediados de ese mes (véase gráfico 18).

Gráfico 18 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2008

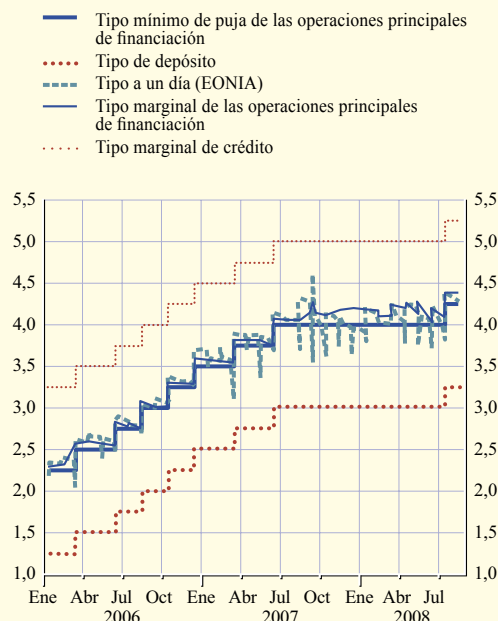
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

En cuanto a los tipos de interés a muy corto plazo, en sus comunicaciones, el BCE ha seguido destacando la importancia de mantener los tipos de interés interbancarios a un día en niveles estables y próximos al tipo mínimo de puja. Aunque la volatilidad del EONIA se ha mantenido en niveles algo más elevados que los observados antes de que surgieran las tensiones en el mercado monetario en agosto del 2007, el BCE ha conseguido cumplir este objetivo en gran medida. Con el fin de responder a la necesidad de las entidades de contrapartida de cumplir las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE ha continuado con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación y ha mantenido el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. A principios de julio, el EONIA aumentó unos 25 puntos básicos, en consonancia con la decisión del Consejo de Gobierno de subir los tipos de interés oficiales. Desde entonces, el EONIA se ha mantenido prácticamente estable, en torno al 4,30% (véase gráfico 19). Esta evolución y las operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el BCE se describen con mayor detalle en el recuadro 5.

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE MAYO Y EL 12 DE AGOSTO DE 2008

Durante los tres períodos de mantenimiento analizados, se observaron algunos indicios de relajación de las tensiones registradas en los plazos más cortos del mercado monetario de la zona del euro desde agosto del 2007. No obstante, la gestión de la liquidez por parte del BCE siguió orientándose a aliviar las tensiones de diversas formas.

En primer lugar, el BCE mantuvo su política de «distribución anticipada» de liquidez, a fin de facilitar a las entidades de contrapartida el cumplimiento de las exigencias de reservas en los primeros días del período de mantenimiento. Este objetivo se alcanza adjudicando un volumen de liquidez superior a la adjudicación de referencia en las operaciones principales de financiación (OPF) al principio del período de mantenimiento (definiéndose la adjudicación de referencia como el importe que permite a las entidades de contrapartida cumplir sus exigencias de reservas por igual a lo largo de un período de mantenimiento) y absorbiendo el exceso de liquidez resultante hacia el final de dicho período, de modo que la oferta media de liquidez en cualquier período de mantenimiento no experimente variación. En los períodos de mantenimiento que finalizaron el 10 de junio y el 12 de agosto de 2008, el BCE redujo ligeramente el importe anticipado, como consecuencia de la relajación de las tensiones en los plazos más cortos del mercado monetario del euro. No obstante, en sintonía con el comunicado publicado el 9 de junio de 2008¹, el BCE aumentó el volumen de liquidez anticipada durante el período de mantenimiento que finalizó el 8 de julio de 2008, a fin de aliviar las tensiones asociadas al efecto de fin de semestre.

En segundo lugar, como se anunció en marzo del 2008, las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias con vencimiento a tres meses, realizadas inicialmente en agosto y septiembre del 2007, se renovaron por tercera vez a su vencimiento en mayo y junio del 2008, y, en julio, se realizó una segunda OFPML complementaria con vencimiento a seis meses. El Euro-sistema anunció también en julio que renovaría las dos operaciones suplementarias vivas con vencimiento a tres meses una vez que vencieran en agosto y septiembre del 2008.

Finalmente, en los períodos analizados, el BCE siguió proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a las entidades de crédito de la zona del euro en colaboración con la Reserva Federal en el contexto de la *Term Auction Facility* (operación de financiación a plazo en dólares). En estas operaciones, que no afectan a la oferta de liquidez en euros², se proporciona liquidez en dólares estadounidenses, utilizando como garantía activos admitidos en las operaciones del Eurosistema.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron, en promedio, unos 2,3 mm de euros en comparación con los tres períodos anteriores. Este aumento puede explicarse por un incremento de las exigencias de

1 Se publicó el siguiente comunicado «El BCE continúa realizando un estrecho seguimiento de la situación de liquidez y observa algunas tensiones en los tipos de interés del mercado monetario correspondientes a los vencimientos posteriores al final del semestre. El BCE se mantiene alerta para aliviar esa situación en torno al final del semestre si fuese necesario».

2 Véanse en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html> los comunicados emitidos por el BCE.

reservas de 4,8 mm de euros, que se contrarrestó en parte con un descenso de 2,5 mm de euros de las necesidades de liquidez resultante de los factores autónomos. En promedio, las necesidades de liquidez totales resultantes de las exigencias de reservas y de los factores autónomos se situaron, respectivamente, en 211,3 mm de euros y en 249,8 mm de euros (véase gráfico A).

El exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) se incrementó ligeramente, en unos 43 mm de euros, en los tres períodos de mantenimiento analizados, situándose en promedio en 0,75 mm de euros (véase gráfico B), cifra coherente con la media observada desde la introducción de los cambios en el marco de aplicación de la política monetaria en marzo del 2004.

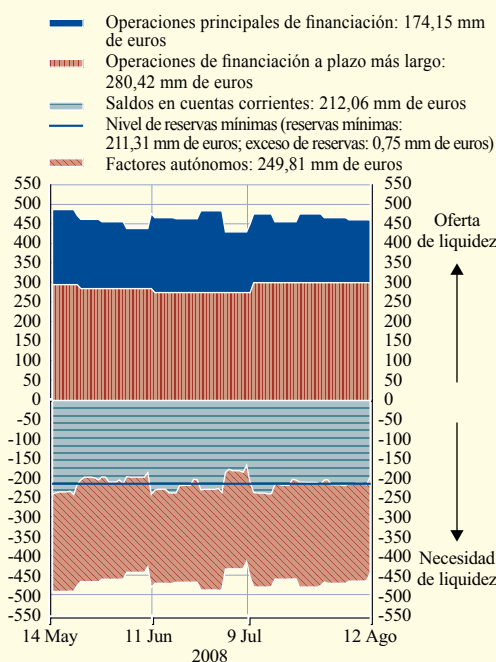
Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen total de operaciones vivas de mercado abierto (denominadas en euros) aumentó como resultado del incremento de las exigencias de reservas. Dado que la magnitud de las dos OFPML complementarias vivas con vencimiento a tres meses se redujo ligeramente de 60 mm de euros a 50 mm de euros, y que la segunda de las dos OFPML complementarias con vencimiento a seis meses (de 25 mm de euros cada una) no se liquidó hasta el final del período analizado, la proporción del volumen total de operaciones de mercado abierto vivas que representaban las OFPML y las OPF se mantuvo prácticamente sin variación en torno a un promedio del 60% y del 40%, respectivamente, durante todo el período. Sin embargo, hacia el final del período, cuando el importe de las OFPML vivas se estabilizó en 300 mm de euros, dicha proporción aumentó ligeramente hasta situarse alrededor del 64%.

El 3 de julio de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar los principales ti-

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

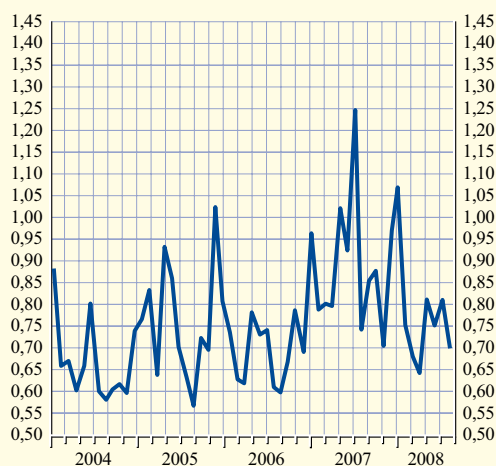
(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

pos de interés del BCE en 25 puntos básicos y, por consiguiente, el tipo mínimo de puja y los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito se elevaron hasta el 4,25%, el 3,25% y el 5,25%, respectivamente. Este incremento se hizo efectivo a partir del 9 de julio de 2008, primer día del siguiente período de mantenimiento de reservas.

En el contexto de la *Term Auction Facility* (operación de financiación a plazo en dólares) de la Reserva Federal, el BCE siguió ofreciendo financiación en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema durante el período analizado, utilizándose como garantía activos admitidos por el Eurosistema. En consonancia con el anuncio realizado el 2 de mayo de 2008, estas operaciones se realizaron con periodicidad quincenal, por un importe de 25 mm de dólares estadounidenses cada una. Dichas operaciones no afectaron a la oferta de liquidez en euros.

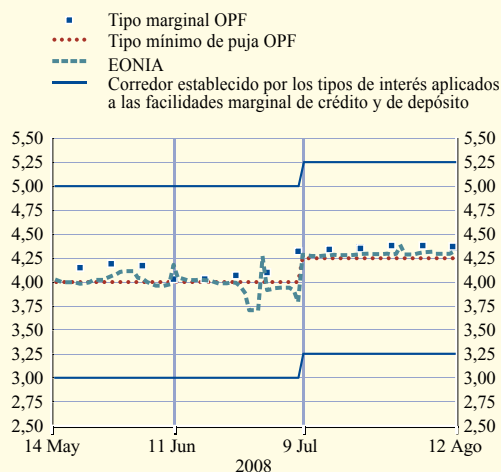
El 30 de julio de 2008, el BCE anunció su intención de establecer, conjuntamente con la Reserva Federal, un ciclo de operaciones de financiación a plazo en dólares de 84 días, por importe de 10 mm de dólares estadounidenses. La primera de estas operaciones se liquidaría el 14 de agosto de 2008. También anunció que realizaría operaciones cada dos semanas alternando operaciones por importe de 20 mm de dólares estadounidenses a un plazo de 28 días con operaciones por importe de 10 mm de dólares estadounidenses a un plazo de 84 días.

En el período de mantenimiento que finalizó el 10 de junio de 2008, el BCE adjudicó en sus OPF 25 mm de euros, 18 mm de euros y 3,5 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia. Durante las dos primeras semanas del período de mantenimiento, el EONIA se mantuvo estable en torno al tipo mínimo de puja, aunque mostró cierta volatilidad hacia finales de mayo, aumentando, temporalmente, muy por encima del tipo mínimo de puja. El viernes 30 de mayo de 2008, último día del mes, el EONIA se situaba en el 4,114% (véase gráfico C). El BCE absorbió 14 mm de euros en una operación de ajuste el último día del período de mantenimiento, que finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 161 mm de euros y con el EONIA en el 4,179%.

En el período de mantenimiento que finalizó el 8 de julio de 2008, el BCE adjudicó 20 mm de euros por encima del importe de referencia en cada una de las dos primeras OPF, 35 mm de euros por encima de dicho importe en la tercera OPF que abarcaba el final de junio, y 3 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia en la última OPF. Si bien el EONIA se situó en un nivel muy próximo al tipo mínimo de puja en las dos primeras semanas del período de mantenimiento, hacia finales de junio se observó cierta volatilidad bien contenida. El EONIA descendió por debajo del tipo mínimo de puja en la semana anterior al final de junio y se elevó muy por encima de dicho tipo el último

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

día del mes situándose, ese día, en el 4,265%. Después retornó a niveles ligeramente inferiores al tipo mínimo de puja en los últimos días del período de mantenimiento. El BCE realizó una operación de ajuste para drenar liquidez por importe de 21 mm de euros el último día del período de mantenimiento. Sin embargo, las entidades de contrapartida sólo presentaron pujas por un total de 14,6 mm de euros. Como resultado, el período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 4,8 mm de euros y con el EONIA en el 3,792%.

En el período de mantenimiento que finalizó el 12 de agosto de 2008, el BCE adjudicó en sus OPF 18 mm de euros, 14 mm de euros, 10 mm de euros, 8 mm de euros y 3 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia. El EONIA se situó ligeramente por encima del tipo mínimo de puja durante todo el período de mantenimiento y se elevó hasta el 4,371% el último día de julio como consecuencia de los habituales efectos de calendario. El último día del período de mantenimiento, el BCE realizó una operación de ajuste y absorbió 21,0 mm de euros. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto limitado a la facilidad de depósito de 588 mm de euros y con el EONIA en el 4,318%.

En conjunto, durante el período analizado, las entidades de contrapartida mostraron un comportamiento menos agresivo, en lo que a presentación de pujas se refiere, que en los meses anteriores, debido posiblemente a que las tensiones observadas en el segmento de corto plazo del mercado monetario se habían relajado en cierta medida. Sobre todo en el segundo período de mantenimiento analizado, el diferencial entre el tipo mínimo de puja y el tipo marginal (es decir, el tipo más bajo al que las entidades de contrapartida reciben liquidez) se redujo a tres puntos básicos, nivel similar al observado antes del inicio de las tensiones en los mercados financieros en agosto del 2007. Esta evolución se confirma también por el descenso de los tipos medios ponderados de las adjudicaciones en las OPF (es decir, la media de los tipos de puja ponderados por el importe de las respectivas pujas), que refleja una reducción del número de entidades de contrapartida con comportamiento agresivo en las subastas de las OPF.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha disminuido en los principales mercados. En mayo y la primera mitad de junio, el rendimiento de la deuda pública tendió a aumentar, ante la percepción de mayores riesgos de inflación a escala mundial. Posteriormente, la renovada inquietud respecto al sector financiero puede haber llevado a los inversores a preferir la seguridad de la deuda pública, cuyo rendimiento descendió en consecuencia. El rendimiento real de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyó en la segunda mitad del período considerado, como reflejo de la percepción, por parte de los inversores, de un deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Por último, las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo de la zona del euro experimentaron escasos cambios entre finales de mayo y principios de septiembre, mientras que las tasas de inflación implícitas *spot* a medio y largo plazo fueron más sensibles a variaciones de los precios de las materias primas y a la inflación observada.

Desde finales de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se ha ido reduciendo en la zona del euro y en Estados Unidos. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó unos 20 puntos básicos entre finales de mayo y el 3 de septiembre de 2008, fecha en que se situó

en el 4,4% (véase gráfico 20). Al mismo tiempo, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años descendió en torno a 35 puntos básicos, situándose en el 3,7% al final del período analizado. Aunque los tipos de interés a largo plazo han tendido, como es habitual, a evolucionar en paralelo en ambas economías, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió alrededor de 15 puntos básicos entre finales de mayo y el 3 de septiembre, fecha en que se situó en torno a -70 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó unos 30 puntos básicos, situándose en el 1,5% el 3 de septiembre.

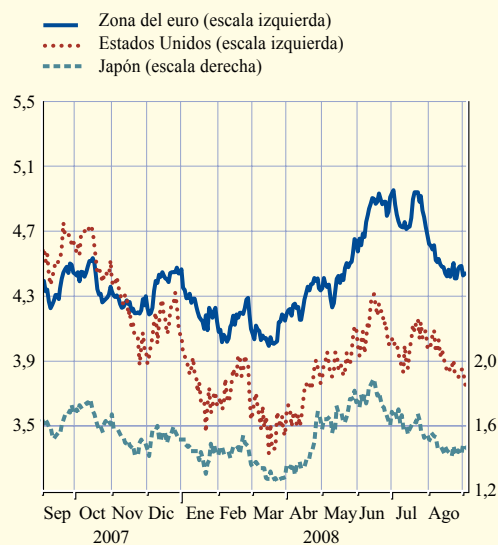
En la zona del euro, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo prácticamente estable entre finales de mayo y comienzos de septiembre, lo que sugiere que, en general, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó escasas variaciones. En Estados Unidos, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se situó al final del período examinado en niveles ligeramente inferiores a los observados a finales de mayo, mientras que disminuyó de forma significativa en Japón durante el citado período.

En Estados Unidos, la tendencia al alza del rendimiento de los bonos, que ya había empezado a manifestarse en el primer trimestre, continuó hasta mediados de junio. Desde entonces, el rendimiento de los bonos ha descendido en general. Mientras que en la primera mitad del período analizado predominó la percepción de riesgos de inflación a escala mundial, lo que contribuyó al aumento del rendimiento de los bonos, a partir de julio la inquietud en torno a la situación del sector financiero y, en particular, la presión sobre las empresas estadounidenses patrocinadas por el Gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, pueden haber inducido a los inversores a preferir la seguridad de la deuda pública, lo que hizo descender el rendimiento de los bonos. Hasta finales de julio, el rendimiento real de los bonos y el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo registraron una evolución similar en Estados Unidos, lo que sería indicativo de escasos cambios en las expectativas de inflación de los inversores. Sin embargo, desde finales de julio, mientras que el rendimiento nominal de los bonos a diez años ha disminuido, el rendimiento real se ha mantenido prácticamente sin variaciones, lo que señala una ligera reducción de los temores de los inversores respecto a la inflación. En particular, la caída de los precios de las materias primas puede haber contribuido a esta evolución (véase gráfico 21).

En la zona del euro, el aumento del rendimiento de la deuda pública perduró más que en Estados Unidos, ya que se mantuvo hasta principios de julio. Ello puede ser reflejo de las expectativas del mercado respecto a un endurecimiento de la política monetaria, que se materializaron el 3 de julio con un incremento de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE. Posteriormente, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro disminuyó, en un contexto de cierta volatilidad. El rendimiento real de la deuda pública aumentó hasta mediados de junio, reflejo de las perspectivas de endurecimiento de

Gráfico 20 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

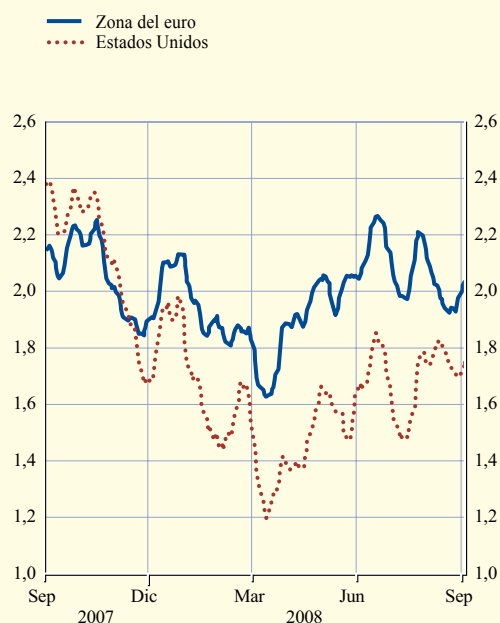


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 21 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación

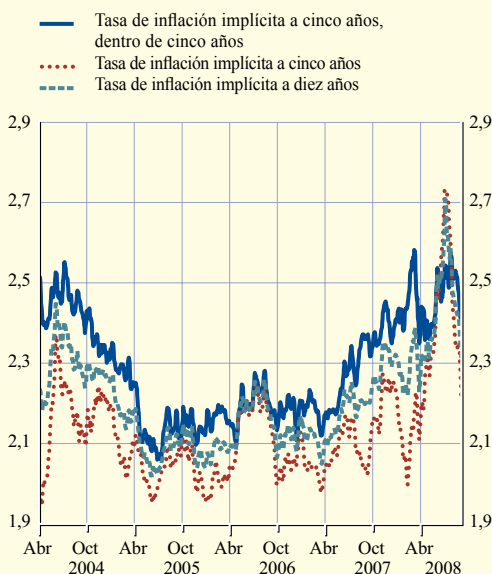
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Rendimiento de los bonos de cupón cero a diez años indicados con la inflación.

Gráfico 22 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.

la política monetaria, en un entorno de crecientes expectativas de inflación. A partir de mediados de julio, el descenso de los rendimientos real y nominal puede haber hecho presagiar no sólo una reducción de las expectativas de inflación sino también un deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

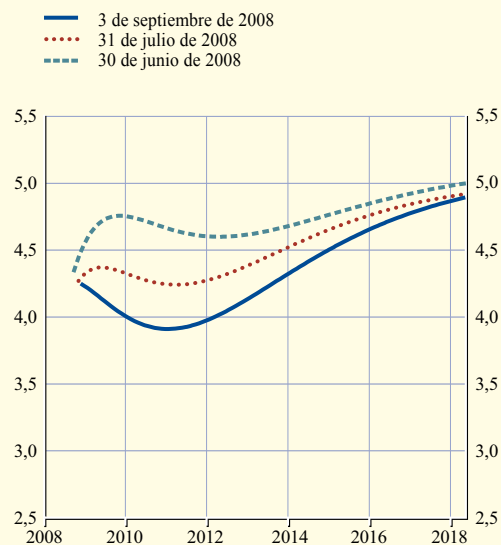
Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años, dentro de cinco años, que miden las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, disminuyeron ligeramente al final del periodo examinado, situándose en un nivel bastante alto, el 2,4%, el 3 de septiembre (véase gráfico 22). Las tasas de inflación implícitas *spot* a diez años se elevaron en torno a 15 puntos básicos entre finales de mayo y principios de julio, para descender luego ligeramente, hasta situarse alrededor del 2,3% a comienzos de septiembre. Las expectativas de inflación a corto y medio plazo mostraron una volatilidad bastante acusada y se vieron fuertemente afectadas, en la primera mitad del periodo considerado, por la escalada de los precios de las materias primas, especialmente por los del petróleo, y por la inflación observada, lo que dio lugar a un aumento significativo de las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco años. Sin embargo, desde mediados de julio el descenso de los precios del petróleo y, más recientemente, los renovados temores del mercado respecto a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro parecen haber impulsado importantes revisiones a la baja de las expectativas de inflación a corto y medio plazo. A principios de septiembre, la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años se situó en el 2,2%. No obstante, al interpretar estos resultados cabe tener en cuenta que, en periodos de turbulencias, las tasas de inflación implícitas quedan ligeramente distorsionadas por los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. En el recuadro 6 se analizan las expectativas de inflación en distintos horizontes temporales sobre la base de los indicadores de los mercados financieros.

Entre finales de mayo y principios de septiembre, tras experimentar inicialmente un desplazamiento al alza, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro evolucionó en sentido contrario (véase gráfico 23). Esta inversión puede ser reflejo de los cambios en las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo en horizontes temporales de corto a medio plazo. Sin embargo, es probable que el desplazamiento a la baja registrado en los plazos más largos de la curva entre finales de mayo y comienzos de septiembre sea también reflejo de una reducción de las correspondientes primas de riesgo.

Los diferenciales de renta fija privada del sector no financiero de la zona del euro se ampliaron para las empresas con calificaciones más bajas, y los del sector financiero volvieron a ampliarse de forma significativa para todas las calificaciones en el periodo de referencia. Los diferenciales persistentemente altos del sector financiero suponen un aumento de los costes de financiación bancaria, que debería, a su vez, repercutir en los mercados de crédito.

Gráfico 23 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (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 tipos *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.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ESTRUCTURA TEMPORAL DE LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS EN LA ZONA DEL EURO

El Boletín Mensual del BCE proporciona periódicamente información detallada sobre la evolución de los indicadores de expectativas de inflación obtenidos de los instrumentos financieros. Aunque en el mercado de renta fija el interés se centra principalmente en las expectativas de inflación a largo plazo, los mercados de bonos y *swaps* indicados con la inflación de la zona del euro proporcionan información sobre las expectativas de inflación (y sobre las correspondientes primas) para distintos plazos. En el presente recuadro, se analiza la evolución reciente de la estructura temporal completa de las tasas de inflación implícitas.

La estructura temporal estimada de las tasas de inflación implícitas ha sufrido cambios significativos desde mediados de mayo¹. En particular, las expectativas a corto y medio plazo han mostrado una acusada volatilidad en el citado periodo. A partir de principios de junio, la escalada de los precios del petróleo (desde los 90 dólares registrados a comienzos del 2008, hasta los cerca de 145 dólares alcan-

1 Para más información sobre la metodología de estimación, véase Ejsing, García y Werner, «The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality», Working Paper Series n.º 830, BCE, noviembre del 2007.

zados a mediados de julio) y el incremento de la inflación observada (desde el 3,7% de mayo, hasta el 4,1% de julio) desencadenaron fuertes aumentos en los plazos más cortos de la curva de tasas de inflación implícitas (por ejemplo, en torno a 25 puntos básicos en la tasa de inflación implícita *forward* a un año, dentro de dos años). Estos aumentos provocaron una inversión de las curvas de tasas de inflación implícitas *forward* y *spot* (véase gráfico A). Sin embargo, a partir de mediados de julio, las expectativas de inflación (y las correspondientes primas) se han ido moderando gradualmente. Con toda probabilidad, ello se debió al descenso de los precios del petróleo (en torno a un 20%) con respecto al citado máximo y, más recientemente, a la percepción por parte del mercado de que la actividad económica de la zona del euro estaba experimentando una desaceleración, tras la publicación de las cifras de crecimiento del segundo trimestre y ante el deterioro de los indicadores de confianza.

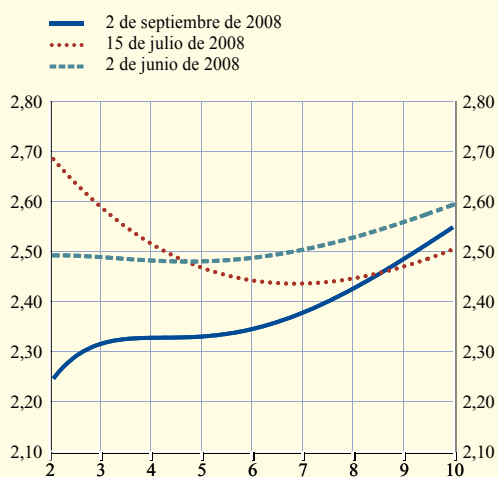
Las expectativas de inflación a largo plazo (y las correspondientes primas de riesgo de inflación) se han mantenido en niveles elevados. Tras aumentar unos 25 puntos básicos entre mediados de mayo y comienzos de julio, las tasas de inflación implícitas *spot* a diez años se han moderado ligeramente, situándose alrededor del 2,4% a finales de agosto (véase gráfico 22 del texto principal). En los tres últimos meses, las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo se han mantenido prácticamente estables, en torno al 2,5%. Sin embargo, la moderación de las expectativas de inflación a corto y medio plazo observada desde mediados de julio no ha estado acompañada de una evolución similar en los plazos más largos, y se ha acentuado la pendiente de la curva *forward* (véase gráfico A).

Esta valoración viene confirmada por la evolución, a lo largo de los últimos meses, de la estructura temporal de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación, cuyas fluctuaciones en los plazos de cortos a medios han reflejado, en general, las experimentadas por las tasas de inflación implícitas en los mismos plazos. En las últimas semanas se ha producido una reversión de los pronunciados aumentos de los tipos de interés a corto plazo de los *swaps* indicados con la inflación, que habían provocado también una inversión de las curvas *spot* y *forward*, lo que confirma la valoración de que las expectativas de inflación a corto y medio plazo de los participantes en el mercado han disminuido notablemente desde mediados de julio, mientras que se mantienen elevadas (por encima de los niveles de mediados de mayo) a más largo plazo (véase gráfico B).

En particular, los tipos de interés a largo plazo de los *swaps* indicados con la inflación siguen siendo bastante altos. Tras haber alcanzado máximos cercanos al 2,8% en los últimos meses, los tipos de interés a diez años se sitúan en torno al 2,5%. Por otro lado, los tipos de interés *forward* a largo plazo de los *swaps* indicados con la inflación han venido mostrando una tendencia alcista desde el mes de mayo del presente año y no han disminuido de forma apreciable en las últimas semanas, contrariamente a lo ob-

Gráfico A Curva de tasas de inflación implícitas forward en distintas fechas

(en porcentaje)

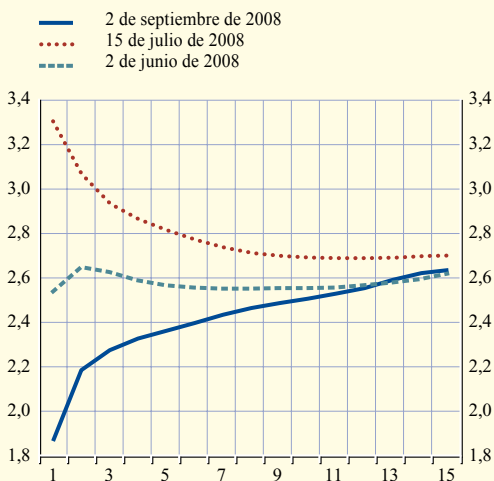


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: En el eje horizontal figuran los plazos de vencimiento en años.

Gráfico B Curva de swaps iniciados con la inflación de la zona del euro

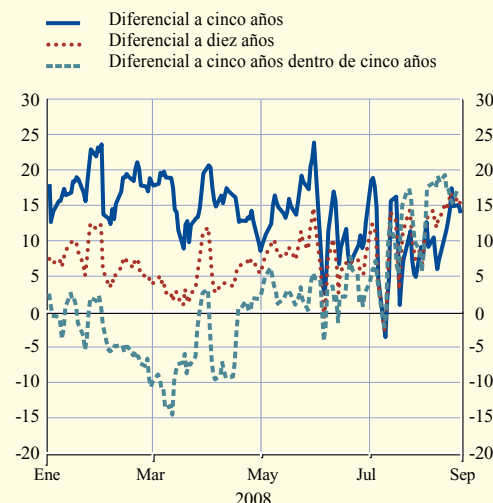
(en porcentaje)



Fuente: Reuters.
Nota: En el eje horizontal figuran los plazos de vencimiento en años.

Gráfico C Diferencial entre los tipos de interés de los swaps iniciados con la inflación y las tasas de inflación implícitas

(en puntos básicos)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

servado en las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo. El tipo de interés *forward* a cinco años, dentro de cinco años, de los *swaps* iniciados con la inflación se sitúa actualmente en torno al 2,7%, casi 25 puntos básicos por encima de su contrapartida en el mercado de renta fija.

El gráfico C muestra el diferencial entre los tipos de interés de los *swaps* iniciados con la inflación y las tasas de inflación implícitas a cinco y diez años, así como el tipo de interés *forward* a largo plazo dentro de cinco años, e ilustra el hecho de que las discrepancias entre los *swaps* iniciados con la inflación y las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo no son inusuales y pueden surgir como resultado de varios factores técnicos de los mercados². Asimismo, cabe tener en cuenta que desde el mes de mayo han crecido las tensiones en los mercados de renta variable (véase sección 2.6). En este contexto, no se puede descartar que los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros hayan afectado de forma significativa a los mercados de renta fija, dificultando más la interpretación de las tasas de inflación implícitas.

La tendencia al alza de los diferenciales entre los *swaps* iniciados con la inflación y las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo observada en los últimos meses los sitúa en niveles históricamente elevados. Los tipos de interés *forward* a un año, dentro de nueve años, de los *swaps* iniciados con la inflación, que se sitúan en torno al 2,7%, están también 20 puntos básicos por encima de las correspondientes tasas de inflación implícitas. La relativa falta de liquidez del mercado iniciado con la inflación, unida a la disminución de las tasas de inflación implícitas registrada en las últimas semanas, parece haber impulsado a la baja las tasas *spot* en mayor medida que los *swaps*, especialmente en los plazos más largos.

Las estructuras temporales de las tasas de inflación implícitas y de los *swaps* iniciados con la inflación ofrecen la posibilidad de realizar un seguimiento de las expectativas de inflación en distintos

horizontes temporales. Esta información es importante para la política monetaria. Por ejemplo, la evolución reciente de estos instrumentos descrita en el presente recuadro sugiere que las expectativas de inflación a corto y medio plazo se han moderado considerablemente en las últimas semanas, mientras que se mantienen elevadas a más largo plazo. Estos altos niveles y las actuales discrepancias entre las tasas de inflación implícitas a largo plazo y los tipos de interés de los *swaps* iniciados con la inflación en los plazos más largos de las curvas requieren un atento seguimiento de su evolución y confirman la necesidad de examinar varios indicadores de expectativas de inflación.

2 Aunque las circunstancias eran distintas, las tasas de inflación implícitas y los tipos de interés de los *swaps* iniciados con la inflación *forward* a largo plazo presentaron también notables diferencias en torno al mes de marzo de este año. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las primas de liquidez de los mercados de renta fija e implicaciones para las tasas de inflación implícitas», en el Boletín Mensual de abril del 2008.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

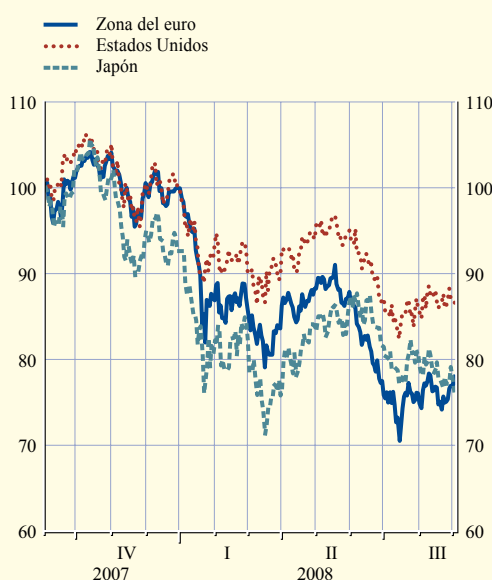
Entre mediados de mayo y mediados de julio, las cotizaciones bursátiles bajaron de forma significativa en los mercados internacionales, como consecuencia, principalmente, de la renovada inquietud de los mercados no sólo respecto a la situación del sector financiero y, en particular, a la presión sobre las empresas estadounidenses patrocinadas por el Gobierno, sino también a las perspectivas de la economía mundial y al rápido aumento de los precios de las materias primas. A partir de la segunda mitad de julio, los mercados de renta variable se fueron recuperando ligeramente, mientras que los precios de las materias primas descendían sensiblemente en relación con los máximos alcanzados anteriormente. En consecuencia, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó en la primera parte del período considerado, para luego disminuir ligeramente.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225, respectivamente, bajaron de forma acusada entre finales de mayo y mediados de julio. Desde entonces, se han recuperado ligeramente, especialmente en Estados Unidos (véase gráfico 24). En general, en Estados Unidos, la zona del euro y Japón los precios de las acciones descendieron en torno a un 9%, 12% y 13%, respectivamente, entre finales de mayo y el 3 de septiembre de 2008.

En la zona del euro, Estados Unidos y Japón, la incertidumbre de los mercados de renta variable a corto plazo, reflejada por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, mostró una tendencia

Gráfico 24 Índices bursátiles

(índice: 1 de septiembre de 2007 = 100; datos diarios)

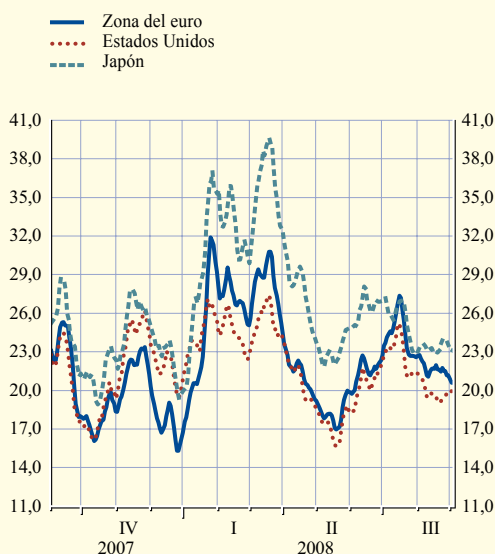


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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 25 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

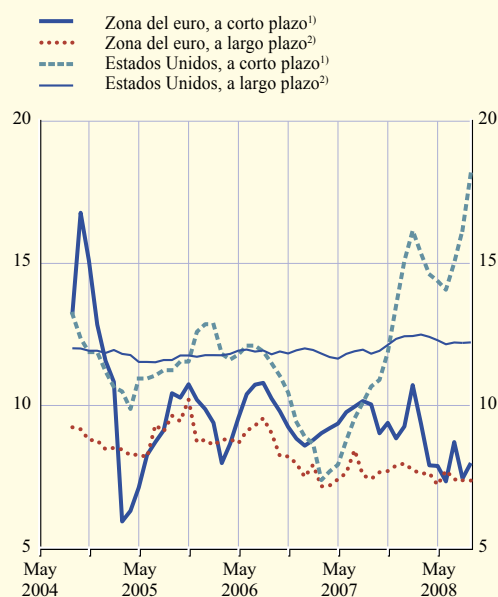


Fuente: Bloomberg.

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.

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

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

al alza, que se inició en la segunda mitad de mayo y continuó hasta mediados de julio, antes de reducirse ligeramente en fechas posteriores (véase gráfico 25). El aumento de la volatilidad implícita, unido a la ampliación de los diferenciales de la renta fija privada de alta rentabilidad y con calificación BBB, puede señalar una menor tolerancia al riesgo por parte de los inversores. En este contexto, es probable que las primas de riesgo de las acciones se hayan elevado en los últimos meses en la zona del euro y Estados Unidos, contribuyendo así al observado descenso de las cotizaciones bursátiles.

En Estados Unidos, entre finales de mayo y mediados de julio las cotizaciones bursátiles bajaron de forma significativa, como consecuencia de la preocupación creciente de los mercados respecto a las perspectivas económicas y, en particular, respecto a la inflación, en el contexto del rápido aumento de los precios de las materias primas, especialmente de los del petróleo. Además, en julio la renovada inquietud en torno a la situación del sector financiero y, en particular, la presión sobre las empresas estadounidenses patrocinadas por el Gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, y sobre las aseguradoras de bonos, arrastraron los precios de las acciones más a la baja todavía. A partir de mediados de julio, esta tendencia negativa se invirtió parcialmente, como resultado del posterior descenso de los precios de las materias primas. Por otra parte, la decisión de no modificar el tipo de interés de los fondos federales, adoptada a comienzos de agosto por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, así como las menores expectativas de futuras subidas de los tipos de interés, contribuyeron a la recuperación del mercado de renta variable.

En línea con el descenso de los precios de las acciones observado en la primera parte del período analizado, las empresas y los analistas profesionales de los mercados de renta variable que revisaron a la baja sus estimaciones de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses superaron en número a los que las revisaron al alza. Estas expectativas bastante negativas respecto a las perspectivas de beneficios de las empresas cotizadas de Estados Unidos fueron consecuencia, entre otros factores, de la inquietud suscitada por la situación de los mercados de crédito y de la vivienda y por su impacto sobre la economía real. El fuerte aumento del crecimiento de los beneficios por acción esperados a corto plazo en Estados Unidos en los tres últimos meses, y la tendencia general al alza observada a partir del verano del 2007 (véase gráfico 26) pueden explicarse por un efecto de base, toda vez que el nivel de los beneficios efectivos por acción, especialmente en el caso de las instituciones financieras, ha descendido más de lo que los analistas esperaban a doce meses vista. Al mismo tiempo, el crecimiento esperado de los beneficios por acción en los próximos cinco años se mantuvo prácticamente estable (véase gráfico 26).

En el período considerado, los precios de las acciones de la zona del euro mostraron un comportamiento similar al observado en Estados Unidos. Sin embargo, tras alcanzar su nivel mínimo a mediados de julio, la recuperación que experimentaron fue algo menor que la registrada en los mercados bursátiles estadounidenses. Al mismo tiempo, las expectativas de los analistas respecto al crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses aumentaron ligeramente, desde el 7,5% de mayo al 8% de agosto, mientras que las relativas a plazos más largos (en los próximos tres a cinco años) disminuyeron, aunque de forma moderada, en los tres últimos meses (véase gráfico 26).

En la zona del euro, entre finales de mayo y principios de septiembre las cotizaciones bursátiles bajaron en todos los sectores (véase cuadro 3). Las del sector del petróleo y del gas se vieron particularmente afectadas, probablemente como resultado de la caída de los precios del petróleo registrada en el período examinado, y se situaron unos 7 puntos porcentuales por debajo del índice Dow Jones EURO STOXX amplio. Asimismo, los resultados del sector financiero fueron ligeramente inferiores a los del índice amplio. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector del petróleo y del gas se situaron en torno a 8 puntos porcentuales por debajo del índice Standard & Poor's 500. El sector sanitario fue el único que registró resultados positivos en Estados Unidos en el período analizado.

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

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

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	8,4	5,9	11,6	7,1	29,0	3,3	11,8	5,0	7,2	10,7	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2007 II	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
2007 III	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
2007 IV	-1,2	-3,3	-1,6	-1,8	-4,9	2,1	0,1	-7,8	7,1	8,5	-1,2
2008 I	-9,1	-16,2	-13,7	-15,2	-16,6	-17,9	-18,1	-22,2	-20,8	-16,5	-16,4
2008 II	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6	-7,3
Julio	-6,6	-0,3	-0,1	-10,3	0,1	-5,4	-2,8	9,2	1,4	-3,0	-1,8
Agosto	-1,6	5,6	3,2	1,1	0,5	5,6	1,5	1,3	1,2	-1,0	1,1
30 de mayo - 3 de sep.	-15,1	-8,2	-10,2	-18,9	-13,7	-5,4	-14,5	-6,7	-2,6	-14,2	-12,4

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

El coste real total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en el segundo trimestre del 2008. La mayor parte de este incremento tuvo su origen en la subida de los costes de la financiación mediante valores de renta fija y de renta variable, a raíz de las renovadas tensiones registradas en los mercados financieros. Al mismo tiempo, el crecimiento de la financiación externa experimentó una moderación impulsada por la desaceleración del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras, que no obstante se mantuvo en niveles muy elevados. Las ratios de apalancamiento del sector de sociedades no financieras continuaron la tendencia al alza observada en trimestres anteriores.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus respectivos saldos vivos, corregidos de efectos de valoración²— aumentó 10 puntos básicos en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico 27). La creciente incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico y de inflación en la zona del euro, unida a la preocupación de los inversores acerca de la posibilidad de que se produzcan nuevas pérdidas en el sector bancario, provocó un incremento de los rendimientos de los valores de renta fija privada y de la prima exigida por los inversores para invertir en valores de renta variable de la zona del euro. En consecuencia, los costes de financiación, tanto mediante valores de renta fija como de renta variable, experimentaron un acusado aumento en el segundo trimestre, de 50 y 30 puntos básicos, respectivamente. La evolución de los costes de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro fue heterogénea, como ponen de manifiesto el descenso de 25 puntos básicos de los tipos de interés reales a más corto plazo aplicados por las IFM y los aumentos de magnitud similar de los tipos a más largo plazo.

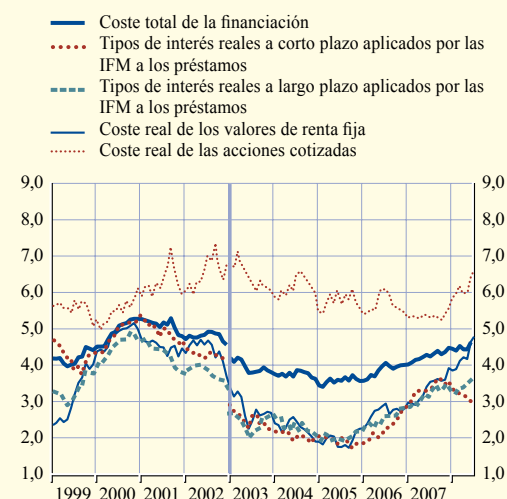
Desde una perspectiva a más largo plazo, el aumento del coste real total de la financiación para las sociedades no financieras de la zona del euro desde el estallido de las perturbaciones financieras hace un año ha sido de unos 35 puntos básicos. La mayor parte de este incremento está relacionado con la subida de los costes de financiación mediante valores de renta fija.

La transmisión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos es un componente importante del proceso de transmisión de la política monetaria. El efecto de la transmisión mide el grado en que las modificaciones de

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

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

(en porcentaje)



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

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

los tipos de interés del mercado monetario influyen en los tipos de interés de mercado a largo plazo y en los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela. En cuanto a la evolución de estos últimos, todos los tipos de interés nominales aplicados por las IFM aumentaron en el segundo trimestre del 2008 (véase cuadro 4). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo hasta un año se incrementaron entre 18 y 25 puntos básicos, en función del importe de los préstamos. Hacia el final del período analizado, el aumento puede haber reflejado, en cierta medida, las expectativas de ajustes al alza de los tipos de interés oficiales que se materializaron en julio. Los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM, es decir, los de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, se elevaron en magnitudes similares.

La evolución de los costes de financiación de las entidades de crédito se ve principalmente afectada por las variaciones del EURIBOR a tres meses, mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos suelen reflejar los movimientos observados en el rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años. En el segundo trimestre del 2008, las subidas de la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos fueron acordes, en líneas generales, con las del EURIBOR a tres meses. No obstante, en fuerte contraposición a esta dinámica, el rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años aumentó más de 100 puntos básicos en ese mismo período, en un contexto de creciente preocupación en los mercados acerca de las perspectivas de inflación. Como consecuencia de las variaciones registradas tanto en los tipos de interés de mercado como en los tipos aplicados por las entidades, parece que la transmisión se ha producido con mayor rapidez en el caso de los tipos de interés a más corto plazo aplicados por las entidades a los préstamos, mientras que los ajustes han sido más lentos para los tipos a más largo plazo. Pese al estrechamiento observado en el segundo trimestre del 2008, los diferenciales entre los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las entidades y los rendimientos de la deuda pública han tendido a ampliarse durante el período de las perturbaciones,

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

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta junio 2008 ²⁾		
	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 May	2008 Jun	2007 Dic	2008 Mar	2008 May
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,18	6,50	6,63	6,55	6,57	6,68	6	13	11
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,53	5,92	6,08	5,91	6,09	6,16	8	25	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,00	5,24	5,28	5,22	5,24	5,40	12	18	16
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,90	5,21	5,33	5,18	5,27	5,35	2	18	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	11	24	15
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,15	4,74	4,85	4,60	4,86	4,94	9	34	8
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,45	4,10	4,05	3,54	4,14	4,72	67	118	59
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,57	4,19	4,14	3,65	4,20	4,75	61	110	55

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

desde junio del año pasado, contribuyendo al incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito.

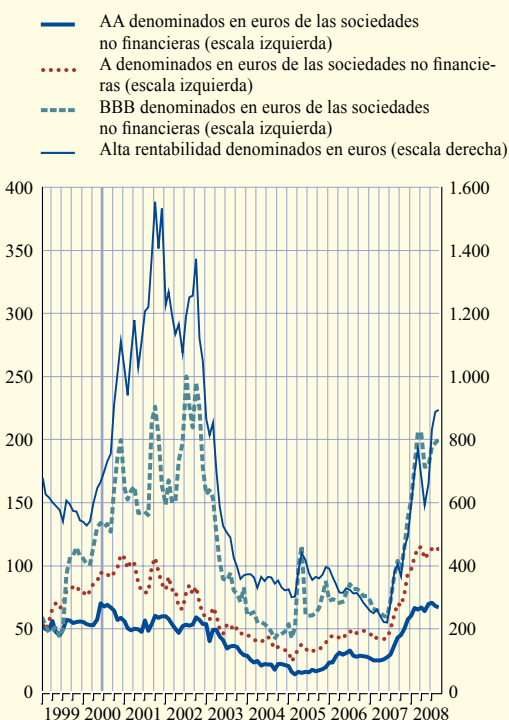
En la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro figura información complementaria sobre los criterios de concesión de los préstamos bancarios al sector no financiero. Las entidades participantes en la encuesta de julio del 2008 continuaron señalando que se había producido un considerable endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas, aunque en un caso fue ligeramente inferior al señalado en la encuesta relativa al primer trimestre del 2008. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto siguieron siendo la percepción de riesgos de las entidades acerca de la actividad económica en general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. El impacto de todos los factores que se incluyen en los costes de financiación y de los problemas de disponibilidad de fondos (es decir, la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados, los costes relacionados con el nivel de capital y su situación de liquidez) fue ligeramente inferior al del primer trimestre, por lo que contrasta con el creciente efecto de su preocupación acerca de las perspectivas económicas. En general, el endurecimiento continuó siendo más acusado para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas.

El coste real de la financiación mediante valores de renta fija aumentó de manera significativa, concretamente 50 puntos básicos, en el segundo trimestre del 2008. Este incremento se debió principalmente al fuerte repunte del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Al mismo tiempo, el diferencial de crédito, medido por la diferencia entre el rendimiento de los valores de renta fija privada y el de la deuda pública, se redujo ligeramente en los segmentos con calificación BBB y de alta rentabilidad (véase gráfico 28). Recientemente, en julio y agosto, los diferenciales aumentaron, en líneas generales, en estos segmentos.

El coste de la financiación mediante valores de renta variable experimentó fuertes fluctuaciones en el segundo trimestre del 2008. En mayo y junio, la creciente incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico y de inflación indujo a los inversores a exigir una prima, en general más elevada, por las acciones de la zona del euro. El clima en los mercados bursátiles continuó empeorando en julio cuando Fannie Mae y Freddie Mac, empresas patrocinadas por el Gobierno de Estados Unidos, pasaron a estar bajo presión a medida que se intensificó la preocupación sobre la adecuación de su base de capital, lo que provocó un nuevo incremento del coste de los valores de renta variable. Posteriormente, en agosto, el coste real de la financiación mediante este tipo de valores se estabilizó.

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

(en puntos básicos; medias mensuales)

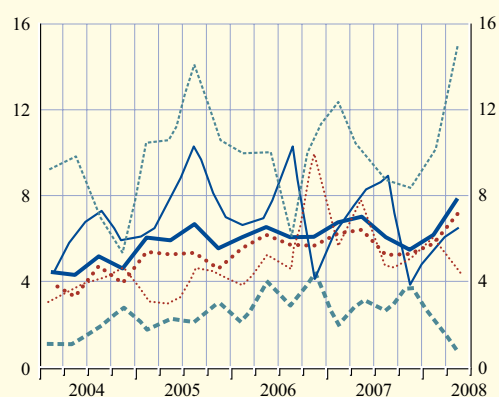


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Gráfico 29 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizadas

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

- Total sociedades no financieras
- Manufacturas
- - - Comercio mayorista y minorista
- Transporte y comunicaciones
- Construcción
- - - Empresas de servicios públicos (agua, gas y electricidad)

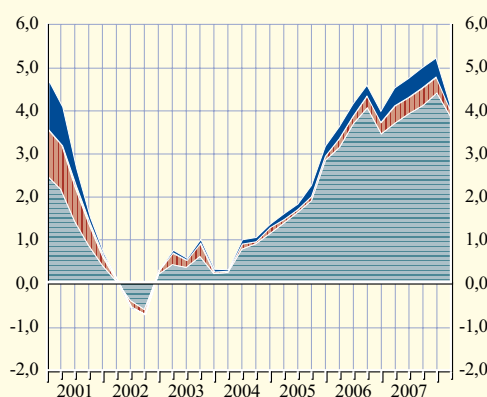


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)

- Acciones cotizadas
- Valores distintos de acciones
- Préstamos de IFM



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

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las empresas de la zona del euro indican que éstas han sido capaces de afrontar sorprendentemente bien las turbulencias registradas en los mercados financieros. Como puede observarse en el gráfico 29, el resultado neto en relación con las ventas se incrementó desde el 6,2% del primer trimestre del 2008 hasta el 7,9% del segundo. Las empresas incluidas en los sectores de servicios públicos, manufacturas, y transportes y comunicaciones, respaldaron los ratios de rentabilidad observados en general. El resultado neto en relación con las ventas de empresas del sector de la construcción, el comercio mayorista y el comercio minorista disminuyó, en términos generales, en ese mismo período.

De cara al futuro, y pese a la previsión de desaceleración gradual de la actividad económica dentro y fuera de la zona del euro, los datos disponibles sobre las expectativas de beneficios de sociedades cotizadas sugieren que los beneficios por acción de las sociedades no financieras crecerán a una tasa interanual en torno al 10% en los próximos doce meses.

La desaceleración del crecimiento económico parece haber causado un impacto moderador sobre el crecimiento de la financiación externa. La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa (incluidos los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) de las sociedades no financieras se redujo hasta aproximadamente el 4,2% en el segundo trimestre, en comparación con el 5,2% del trimestre anterior (véase gráfico 30). Como es habitual, los préstamos de las IFM fueron los que más contribuyeron a la financiación externa, con una tasa de crecimiento interanual del 3,8% en el segundo trimestre del 2008, 0,6 puntos porcentuales por debajo del trimestre anterior. La contribución de la financiación mediante valores distintos de acciones disminuyó ligeramente, hasta 0,2 puntos porcentuales, aproximadamente, al igual que la de la emisión de acciones cotizadas, que cayó de 0,4 puntos porcentuales a 0,1 puntos porcentuales en ese mismo período.

Los datos agregados más amplios incluidos en las cuentas de la zona del euro confirman la ralentización del crecimiento de la financiación externa. Los datos disponibles hasta el primer trimestre del 2008 muestran que la tasa de crecimiento interanual de la financiación a las sociedades no financieras disminuyó hasta el 4,4%, desde el 4,9% del último trimestre del 2007 (véase cuadro 5). Esta medida más amplia incluye también las acciones no cotizadas, las reservas de los fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de pago netas como fuentes de financiación. Como confirmación del menor crecimiento general del crédito, los préstamos concedidos por las IFM a otros intermediarios financieros (OIF) también se han reducido en los últimos meses.

El gráfico 31 muestra los distintos componentes que conforman el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, según figuran en las cuentas de la zona del euro. Este indicador general pone de relieve que las empresas disponen de más fondos, en términos agregados, para inversiones reales y financieras que fondos internos. Esta cifra neta suele denominarse «brecha de financiación», y su magnitud ha aumentado desde mediados del 2004. A principios del 2008, la brecha de financiación se situaba en el 4,6% del valor añadido total del sector no financiero. Como puede observarse en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se ha destinado a inversiones reales, mientras que la inversión financiera representó una proporción menor. La inversión financiera volvió a experimentar una caída en el primer trimestre del 2008, impulsada por el acusado descenso de las tenencias de efectivo y depósitos y por la contribución negativa de la inversión en valores distintos de acciones a largo plazo y en participaciones en fondos de inversión, mientras que la inversión en acciones y otras participaciones se mantuvo resistente, pese a las indicaciones de

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II
Préstamos de IFM	13,2	14,0	14,5	14,9	13,7
Hasta un año	11,0	12,6	12,7	13,9	12,0
De uno a cinco años	19,9	20,3	22,0	22,3	19,9
Más de cinco años	12,2	12,5	12,8	12,9	12,4
Valores distintos de acciones	8,3	8,0	8,8	7,8	4,0
A corto plazo	19,4	22,2	30,4	26,6	12,2
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	6,2	5,6	5,1	4,2	2,3
A tipo fijo	3,9	3,3	4,3	2,8	2,9
A tipo variable	19,6	19,1	10,9	12,3	2,3
Acciones cotizadas	1,2	1,2	1,3	1,2	0,3
Pro memoria²⁾					
Total financiación	5,1	5,1	4,9	4,4	-
Préstamos a sociedades no financieras	10,4	11,4	11,4	11,0	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	3,7	3,0	2,4	2,1	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

desaceleración en las operaciones de fusión y adquisición³. Los datos sobre las operaciones anunciadas (que tienden a ser un indicador adelantado fiable) apuntan a que las operaciones de fusión y adquisición completadas seguirán disminuyendo en los últimos meses del 2008.

En el recuadro titulado «Evolución de la financiación con recursos propios de las sociedades no financieras cotizadas» se presenta evidencia de las posiciones financieras de las empresas de la zona del euro, basada en una muestra de datos sobre empresas individuales de frecuencia anual.

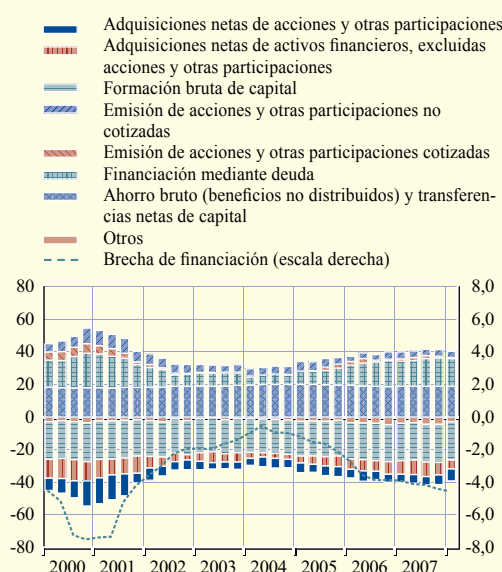
Los préstamos otorgados por las IFM continuaron creciendo con intensidad en el segundo trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual correspondiente a dicho trimestre en su conjunto fue del 13,7% (véase cuadro 5). Sin embargo, esta tasa fue ligeramente inferior al 14,9% registrado en el primer trimestre del 2008. El hecho de que el crecimiento interanual siga siendo sólido indica que las turbulencias que comenzaron hace un año en los mercados financieros no han causado un efecto significativo en la demanda de préstamos de las empresas de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a desacelerarse en julio, hasta el 13,2%, desde el 13,6% de junio. Si se considera el crecimiento interanual de los préstamos a más corto plazo, se observa una reducción más pronunciada del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras en los últimos meses. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada se situó en el 9,7% en julio, frente al máximo del 15,5% registrado en enero del 2008.

En el futuro se espera que el fuerte crecimiento del crédito se ralentice durante el resto del año. Esto es acorde con el efecto retardado de las subidas de los tipos de interés, con el endurecimiento de las condiciones de financiación y con un crecimiento económico más débil. La menor actividad prevista en las operaciones de fusión y adquisición debería presionar a la baja la necesidad de las empresas de tomar fondos prestados. Por último, no puede descartarse que parte de la capacidad de resistencia demostrada anteriormente por los préstamos bancarios haya estado relacionada con el hecho de que las empresas hayan utilizado líneas de crédito negociadas en unas condiciones de mercado más favorables. Si estas líneas de crédito se renegocian en condiciones menos favorables, esto puede causar un impacto a la baja sobre la continuación del crecimiento del crédito.

Esta valoración es acorde con la evidencia procedente de la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. En primer lugar, los resultados de la encuesta correspondiente a julio del 2008 indicaban

Gráfico 3 | Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del valor añadido bruto)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.
Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

³ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las fusiones y adquisiciones en el sector de sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

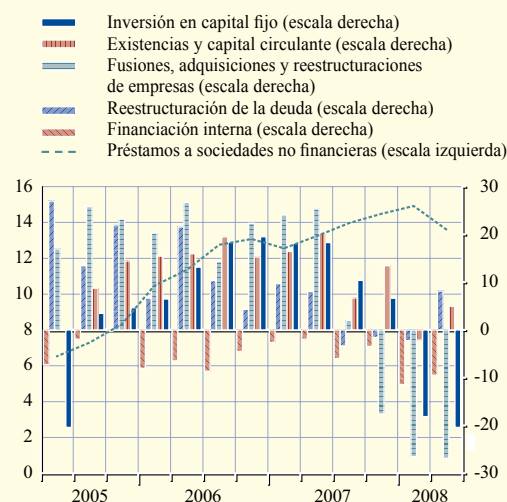
que se había producido un considerable endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas. Según la evidencia empírica disponible, la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder con un desfase de tres a cuatro trimestres a los cambios en los criterios de concesión de los préstamos. En segundo lugar, en la encuesta sobre préstamos bancarios también se pregunta a las entidades participantes acerca de los factores que han contribuido a la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras. Como se observa en el gráfico 32, todos los factores (las inversiones en capital fijo, existencias y capital circulante, fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresa, y la financiación interna) contribuyeron al descenso de la demanda de préstamos. La reducción de la demanda neta de financiación fue especialmente acusada en el caso de las inversiones en capital fijo, fusiones y adquisiciones, y la financiación interna.

Aparte de las IFM, las empresas también pueden recurrir directamente a los mercados financieros para captar financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras apuntan a una disminución de la financiación mediante este tipo de valores, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 4% en el segundo trimestre del 2008, en comparación con el 7,8% del primer trimestre. El descenso más acusado en la actividad emisora ha correspondido a empresas con baja calificación crediticia.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 0,3% en el segundo trimestre del 2008, por debajo del 1,2% observado en el primer trimestre. El deterioro de la confianza de los inversores y la evolución negativa de los mercados bursátiles influyeron negativamente en la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras.

Gráfico 32 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y las que indican que ha contribuido a una relajación; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2008.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN CON RECURSOS PROPIOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS COTIZADAS

El crecimiento de los beneficios de las sociedades cotizadas de la zona del euro presenta una evolución relativamente sólida. Sin embargo, el análisis ofrecido en las anteriores ediciones del Boletín Mensual sugiere que puede esperarse un moderado descenso en los próximos trimestres, tal y como indican las recientes revisiones negativas de las expectativas de beneficios empresariales¹. Es probable que el entorno macroeconómico mundial generalmente menos favorable incida en la financiación interna de las

¹ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los beneficios de las empresas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2008.

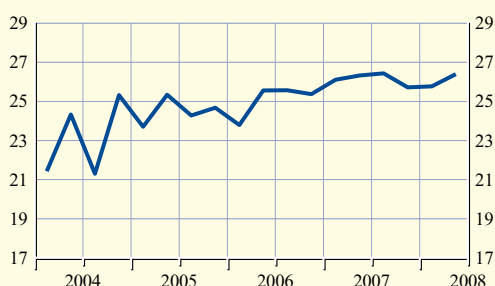
empresas en el segundo semestre del 2008, aunque cabe esperar que la reciente caída de los precios del petróleo y la depreciación del euro sustenten la rentabilidad a corto plazo. En el presente recuadro se analizan las señales que pueden deducirse de la evolución del flujo de caja de las sociedades cotizadas, que parece ser lo suficientemente sólido para resistir una situación de prolongadas turbulencias, asociada a la elevación de los costes de la financiación externa.

En un entorno en el que las sociedades registraron niveles relativamente elevados de endeudamiento (véase gráfico A), una reducción de la financiación con recursos propios las hace más vulnerables a perturbaciones adversas e inesperadas. A este respecto, los estados de flujos de caja incluidos en los informes anuales proporcionan datos útiles sobre las variaciones que afectan a las cuentas de efectivo durante un período contable. En general, el flujo de caja puede considerarse como un indicador de la solvencia financiera de una sociedad: una mayor cantidad de efectivo disponible para las operaciones comerciales es un colchón ante acontecimientos imprevistos. Por el contrario, puede ocurrir que sociedades con un vigoroso crecimiento de los ingresos dispongan de poco efectivo para hacer frente a sus obligaciones. Esta cuestión es muy importante en el entorno actual, ya que la reducida disponibilidad de efectivo en las empresas de la zona del euro puede indicar que son particularmente vulnerables a nuevas perturbaciones.

Sobre la base de los datos anuales disponibles para una muestra equilibrada de sociedades cotizadas, el gráfico B presenta los flujos de caja totales de las sociedades no financieras de la zona del euro y su desglose entre «inversión», «actividades de financiación» y «actividades operativas»². Este gráfico pone de re-

Gráfico A Deuda en relación con el total de activos de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson's DataStream y cálculos del BCE.
Nota: Para el cálculo de la ratio se utilizan las medianas.

Gráfico B Flujos de caja (desglosados entre inversión, actividades de financiación y actividades operativas)

(en euros)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los cálculos se basan en las sociedades no financieras incluidas en el índice amplio de Datastream. Se utilizan las medianas de cada actividad. Para calcular las cifras se han utilizado de 700 a 900 observaciones.

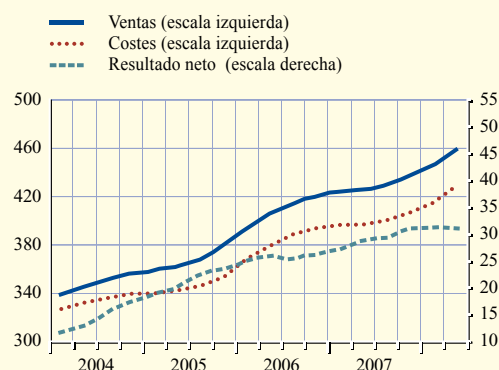
2 El grueso del flujo de caja procedente de las actividades operativas consiste en el neto entre el efectivo recibido de clientes, el efectivo pagado a proveedores y empleados, y los intereses e impuestos pagados. Las variaciones de equipos, activos o inversiones se consideran flujos de caja de inversión. Es habitual que estos flujos de inversión sean salidas de caja, dado que el efectivo se utiliza para comprar nuevos equipos, edificios o activos a corto plazo, como valores negociables. Las variaciones de deuda, préstamos o dividendos se consideran flujos de caja de financiación. Las variaciones de flujos de caja de financiación se consideran «entradas de caja», cuando se obtiene capital, y «salidas de caja», cuando se pagan dividendos.

lieve tres características importantes. En primer lugar, los flujos de caja totales de las empresas de la zona del euro no han experimentado prácticamente variaciones en el período 2003-2007. En segundo lugar, las entradas de caja generadas por las principales operaciones comerciales y las salidas de caja para inversiones han aumentado gradualmente en los últimos años, especialmente en el 2007. Sin embargo, las primeras han aumentado menos que las segundas, lo que apunta a un mayor recurso a fuentes externas para financiar las mayores inversiones realizadas en los últimos tiempos. Considerando una muestra más reducida de empresas, para las que es posible desglosar los pagos por inversiones entre inversiones netas en activos fijos y financieros, parece que las inversiones financieras han contribuido de forma significativa al incremento general de las inversiones en los años 2006 y 2007. Ello refleja, en gran medida, las numerosas operaciones de fusión y adquisición realizadas en ese período. Sin embargo, cabe observar que han surgido recientemente indicios de moderación de las operaciones de fusión y adquisición, y de la inversión financiera en general, en el 2008, lo que influirá probablemente en el total de salidas de caja para inversiones de las empresas. En tercer lugar, parece que las turbulencias que se iniciaron en los meses de verano del 2007 han tenido un escaso impacto sobre el flujo de caja neto de las empresas en el citado año.

Por lo que se refiere a los datos más recientes, el gráfico C desglosa los beneficios de una muestra equilibrada de sociedades cotizadas, poniendo de manifiesto que el resultado neto agregado se ha estabilizado en niveles elevados en el primer trimestre del 2008. Esta estabilización puede atribuirse, principalmente, a costes más altos en relación con el aumento de las ventas. Por consiguiente, no es probable que la situación patrimonial de las sociedades cotizadas se haya deteriorado a comienzos del 2008.

Gráfico C Ventas, costes y resultado neto de grandes sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(media móvil de cuatro trimestres; mm de euros)



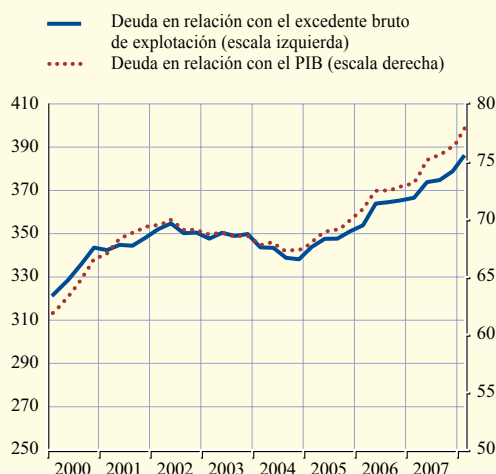
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los datos abarcan en torno al 60% de las sociedades no financieras incluidas en el índice amplio Dow Jones EURO STOXX.

POSICIÓN FINANCIERA

La fuerte expansión actual de la financiación mediante valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras se tradujo en un nuevo aumento de la deuda de las empresas en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 33). Como consecuencia del efecto combinado de los incrementos de los tipos de interés y de los niveles de endeudamiento, la carga de intereses de las sociedades no financieras volvió a elevarse en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico 34). En general, los balances de las empresas siguen siendo sólidos, en términos generales, aunque las turbulencias recientes, junto con las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento económico, la acumulación de deuda y la creciente carga de intereses, han aumentado la vulnerabilidad de las empresas a perturbaciones futuras.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

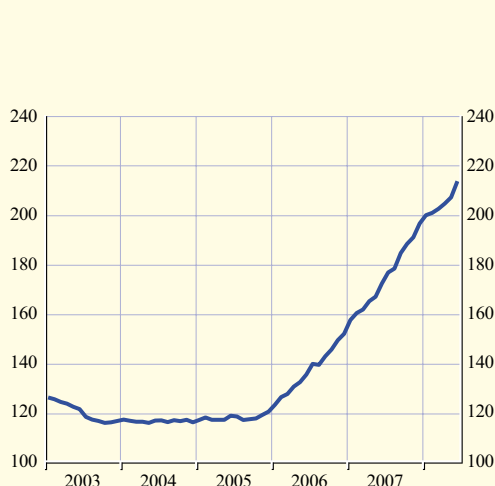
(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 34 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.
Nota: La carga neta de tipos de interés bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de las sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el segundo trimestre del 2008, las condiciones de financiación para el sector hogares se caracterizaron por un ligero aumento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para adquisición de vivienda y por un endurecimiento neto de los criterios aplicados a la concesión de préstamos, similar al observado en el trimestre anterior. El crecimiento del endeudamiento de los hogares continuó desacelerándose en el segundo trimestre del 2008, y los anteriores aumentos del endeudamiento de este sector parecen haberse interrumpido. El menor crecimiento de los préstamos a hogares es acorde con la tendencia observada desde el primer trimestre del 2006, y no se dispone de evidencia de restricciones en la oferta de crédito asociadas a las tensiones observadas en los mercados financieros.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un leve aumento en el segundo trimestre del 2008, en comparación con la media correspondiente al primer trimestre (véase gráfico 35). Este aumento fue generalizado en todos los plazos de vencimiento, con la excepción de la media de los tipos de interés aplicados a los préstamos con período inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años, que se redujo moderadamente con respecto al trimestre precedente. La estructura temporal de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo ligeramente invertida, con un diferencial medio de unos 20 puntos básicos entre los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación corto (es decir, hasta un año) y aquellos con un período inicial de fijación largo (es decir, a más de diez años), levemente superior al observado en el trimestre anterior.

En el caso del crédito al consumo, la media de los tipos de interés aplicados por las IFM prácticamente no experimentó variaciones en el segundo trimestre del 2008 con respecto al primer trimestre. Esto oculta una evolución ligeramente divergente de los distintos plazos de vencimiento. Los tipos de interés aplicados al crédito al consumo con un período inicial de fijación hasta un año se incrementaron, mientras que los tipos con un período inicial de fijación de más de cinco años no se modificaron. Como consecuencia de esta evolución divergente, la estructura temporal de los tipos de interés aplicados al crédito al consumo se ha modificado y, actualmente, los tipos más elevados corresponden a los préstamos con el período inicial de fijación del tipo más corto.

Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos (aplicados tanto al crédito al consumo como a los préstamos para adquisición de vivienda) y los tipos de mercado de referencia para plazos similares (el tipo de interés del mercado monetario a doce meses y el rendimiento de la deuda pública a diez años, respectivamente) experimentaron un descenso en el segundo trimestre del 2008 con respecto al primer trimestre. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, esta evolución refleja el hecho de que el aumento del tipo de referencia fue más pronunciado que el de los tipos de interés aplicados a los préstamos. En el caso de los tipos aplicados al crédito al consumo, la disminución observada en el diferencial fue el resultado de la estabilización de los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y de un acusado incremento del tipo de mercado de referencia.

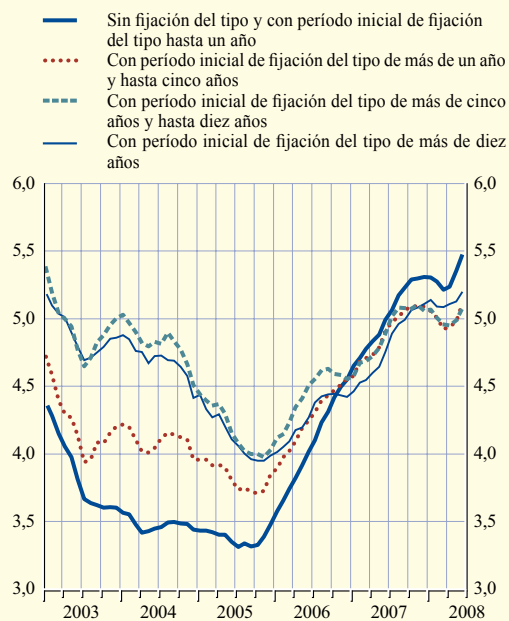
Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2008 señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares (tanto préstamos para adquisición de vivienda como crédito al consumo) fue similar, en líneas generales, al de la encuesta de abril. El endurecimiento registrado en el segundo trimestre parece haberse basado en mayor medida en una ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios pero, una vez más, también se plasmó en las condiciones no relacionadas con el precio, como unas condiciones más restrictivas en la relación entre el principal y la garantía. Tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda como en el del crédito al consumo, un factor que contribuyó al citado endurecimiento mencionado en la encuesta de julio fue el deterioro de las expectativas relativas a la actividad económica en general, y para los préstamos para adquisición de vivienda se vio reforzado por el deterioro de la solvencia de los prestatarios.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a hogares se redujo hasta el 6% en el primer trimestre del 2008 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas

Gráfico 35 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

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

de la zona del euro), desde el 6,8% del trimestre anterior. Este crecimiento interanual sigue siendo superior al de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, reflejo de la dinámica más intensa de los préstamos otorgados por las instituciones financieras no monetarias a este sector, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 11,5% en el primer trimestre del 2008, frente al 12,7% del trimestre precedente. Esta tasa más elevada se debe, en parte, a las operaciones de titulización fuera de balance, en las que los préstamos se eliminan y, por tanto, se dan de baja del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros. Al mismo tiempo, los datos disponibles sobre préstamos de las IFM sugieren que la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares continuó en el segundo trimestre del 2008 (véase gráfico 36).

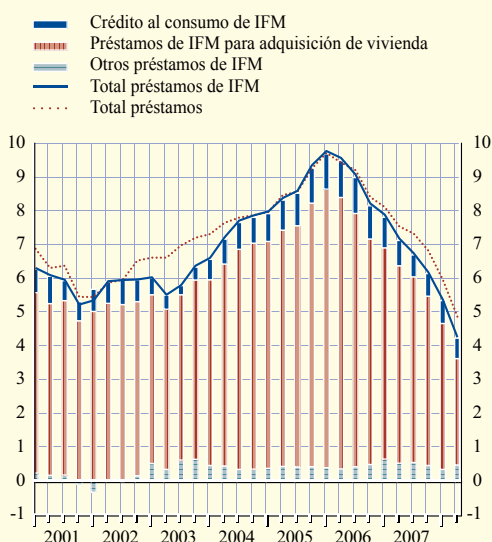
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares fue del 4,1% en julio del 2008, frente al 5% y el 5,9% del segundo trimestre y del primer trimestre del 2008, respectivamente. El descenso observado en esta tasa en los últimos meses ha seguido siendo acorde con la tendencia a la baja observada desde principios del 2006, reflejo, en gran medida, del impacto de las subidas de los tipos de interés, de la moderación actual en la evolución del mercado de la vivienda y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Sigue habiendo escasos indicios de que la moderación del crecimiento del endeudamiento de los hogares se deba a un impacto adicional a la baja derivado de limitaciones de carácter cuantitativo como consecuencia de las tensiones registradas en los mercados financieros.

La moderación del crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares es atribuible, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda (que se situó en el 4,3% en julio del 2008, frente al 5,6% y el 6,7% del primero y segundo trimestres del 2008, respectivamente). Este descenso se ha visto acentuado recientemente por las numerosas operaciones de titulización llevadas a cabo en junio, que llevaron a dar de baja muchos préstamos hipotecarios de los balances de las IFM. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo fue del 4,4% en julio del 2008, ligeramente inferior a la tasa media registrada en el primer semestre del año (que se situó en torno al 5,3%).

Del lado del activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total experimentó una nueva disminución y se situó en el 3,1% en el primer trimestre del 2008, frente al 3,4% del trimestre precedente (véase gráfico 37). Este descenso se debe principalmente a la contribución más negativa de las acciones y otras participaciones y de otros activos financieros, así como a una reducción de la aportación de la inversión en productos

Gráfico 36 Total de préstamos concedidos a los hogares

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



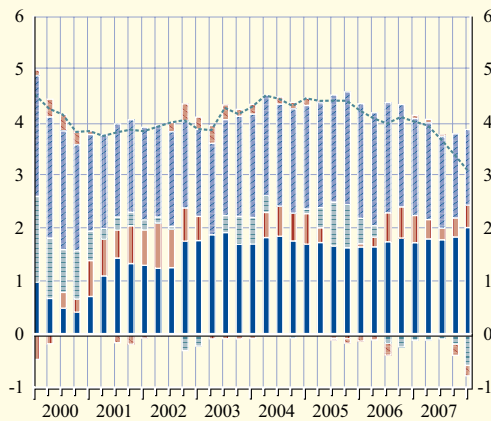
Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el segundo trimestre del 2008 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 37 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Efectivo y depósitos
- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones y otras participaciones
- Reservas técnicas de seguro
- Otros¹⁾
- Activos financieros totales

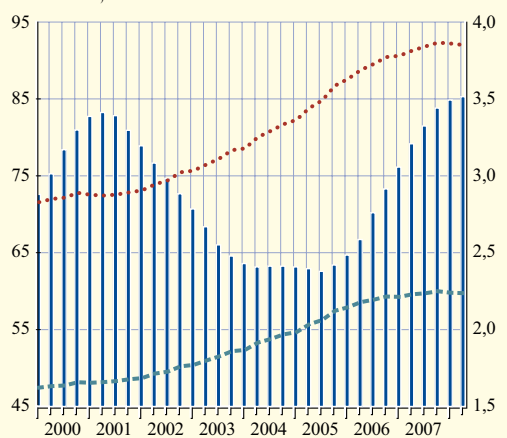


Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 38 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)

- Pagos de intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
- Deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
- Deuda de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



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

de seguro y de pensiones. Este descenso se vio compensado, en parte, por el aumento de la contribución de la inversión en efectivo y depósitos, una categoría de inversión que actualmente representa más de las dos terceras partes del crecimiento total de la inversión financiera del sector hogares.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia de la desaceleración del endeudamiento de los hogares, los aumentos anteriores de la deuda de este sector parecen haberse interrumpido. Se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta se situó en el 92%, aproximadamente, en el primer trimestre del 2008 y que prácticamente no se modificó en el segundo trimestre (véase gráfico 38). Esto parece quedar confirmado en la evolución de la deuda de este sector en relación con el PIB, que se ha estabilizado en torno al 60% en los últimos trimestres. La carga de intereses de este sector representó el 3,5% de la renta disponible en el primer trimestre del 2008, y se estima que ha vuelto a aumentar ligeramente en el segundo trimestre. El nivel de endeudamiento del sector hogares de la zona del euro sigue siendo moderado en términos internacionales, particularmente si se compara con Estados Unidos o el Reino Unido.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 4% en junio y julio del 2008 y, según el avance de Eurostat, en el 3,8% en agosto. Este preocupante nivel de inflación es 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 escala mundial. Por otra parte, el crecimiento salarial ha repuntado en los últimos trimestres, al tiempo que el crecimiento de la productividad del trabajo ha experimentado una desaceleración, con el consiguiente acusado aumento de los costes laborales unitarios. De cara al futuro, según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga durante cierto tiempo muy por encima de los niveles compatibles con la estabilidad de precios, antes de moderarse de forma gradual en el 2009. Las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE sitúan la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008 y entre el 2,3% y el 2,9% en el 2009. Las proyecciones de inflación más elevadas para los años 2008 y 2009 reflejan, principalmente, el aumento de los precios de la energía y, en menor medida, el de los precios de los alimentos y de los servicios, que han subido más de lo previsto. La estabilidad de precios está sujeta a medio plazo a riesgos alcistas. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios de las materias primas y de que las anteriores subidas tengan efectos indirectos más intensos sobre los precios de consumo. Existen especialmente fuertes temores de que la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar sensiblemente las presiones inflacionistas. Asimismo, unos incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían acentuar los riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro bajó al 3,8% en agosto del 2008, desde el 4% de julio (véase cuadro 6). Aunque no se dispone todavía de las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de agosto, los datos nacionales que reflejan la composición de las variaciones de precios sugieren que la caída de la inflación medida por el IAPC puede atribuirse, fundamentalmente, al descenso de los precios de los componentes de energía y alimentos.

El detalle del IAPC de julio del 2008 indica que, siguiendo el patrón general observado desde el otoño del año pasado, los aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, que alcanzaron máximos

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

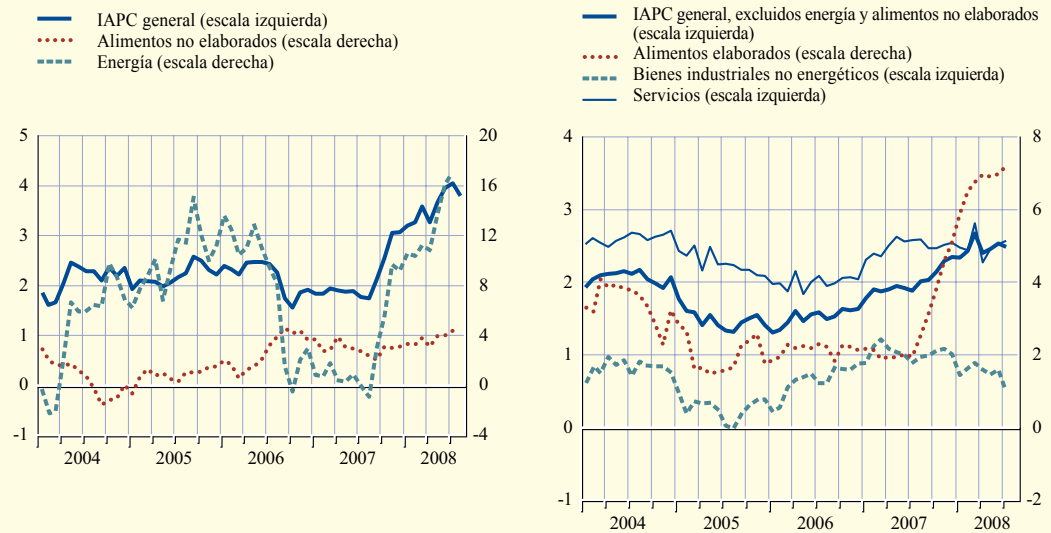
	2006	2007	2008 Mar	2008 Abr	2008 May	2008 Jun	2008 Jul	2008 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	3,6	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8
Energía	7,7	2,6	11,2	10,8	13,7	16,1	17,1	-
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,8	3,1	3,9	4,0	4,4	-
Alimentos elaborados	2,1	2,8	6,8	7,0	6,9	7,0	7,2	-
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8	0,5	-
Servicios	2,0	2,5	2,8	2,3	2,5	2,5	2,6	-
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	5,8	6,2	7,1	8,0	9,0	-
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	66,1	69,8	80,1	85,9	85,3	77,0
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	10,3	5,8	6,0	9,6	9,8	10,5

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

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

Gráfico 39 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

históricos, contribuyeron notablemente a la inflación interanual medida por el IAPC general registrada en ese mes (véase gráfico 39).

En julio del 2008, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se elevó al 17,1%, la tasa más alta alcanzada desde el inicio de la serie en 1991. Esta elevación estuvo determinada, en gran medida, por el alza de los precios de los productos energéticos no derivados del petróleo, como la electricidad y el gas, que tienden a seguir la evolución de los precios del petróleo con cierto retraso (véase recuadro 8). La tasa de variación interanual de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo se mantuvo prácticamente estable en relación con el mes anterior.

Recuadro 8

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA NO DERIVADA DEL PETRÓLEO

Los precios de la energía representan el 10%, aproximadamente, del IAPC general de la zona del euro. Los componentes energéticos no derivados del petróleo (gas, electricidad, combustibles sólidos y energía calórica) suponen un poco menos de la mitad de este porcentaje y los productos energéticos derivados del petróleo (combustibles para motores y calefacción), algo más de dicha proporción (véase el cuadro). Las variaciones que experimentan los precios del crudo y de los productos de refino suelen transmitirse de forma rápida e íntegra a los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo, con un desfase de entre tres y cinco semanas¹. En este recuadro se analiza la evolución de los precios de consumo de la energía no derivada del petróleo así como su relación con los precios del crudo, prestando especial atención a los dos componentes más importantes, la electricidad y el gas, que representan el 2,2% y el 1,5% del IAPC, respectivamente.

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo», en el Boletín Mensual de julio del 2008.

Los gráficos A y B muestran la evolución de las tasas de variación interanual de los precios de consumo del gas y de la electricidad en la zona del euro, junto con la trayectoria de los precios del petróleo. Por lo que respecta a los precios del gas, existe una relación relativamente clara, aunque con cierto desfase, con los precios del petróleo. En concreto, tras las tres acusadas subidas que experimentaron estos últimos en los períodos 1999-2000, 2004-2006 y 2007-2008, también aumentaron de forma apreciable los precios del gas y su tasa de variación interanual alcanzó el nivel más alto algo después de que la tasa de variación interanual de los precios del petróleo registrara su máximo. Esta ilustración gráfica se corrobora en el gráfico C, que muestra la correlación existente entre las tasas de variación interanual de los precios de consumo del gas y de la electricidad y la tasa de variación interanual de los precios del petróleo y sus desfases.

En cuanto a los precios de consumo del gas, la correlación máxima (de 0,8) se produce aproximadamente entre siete y doce meses después de que varíen los precios del petróleo. Este alto grado de correlación se debe al hecho de que los precios internacionales del gas han estado, por lo general, estrechamente ligados a los precios del petróleo, y los contratos a largo plazo a menudo indican explícitamente los precios del gas con los del petróleo. Sin embargo, incluso sin la indicación explícita, existen motivos para esperar una cierta relación entre los precios del petróleo y del gas, principalmente porque, para determinados fines, como la generación de electricidad y la calefacción, el gas y el petróleo son sustitutos próximos. Sin embargo, de cara al futuro, cabe señalar que los cambios en la tecnología y la composición de las fuentes de generación de electricidad (véase a continuación), la evolución del mercado de gas natural licuado y otros factores de mercado pueden afectar a la citada correlación entre los precios del petróleo y del gas.

Ponderación de la energía y sus subcomponentes en el IAPC de la zona del euro

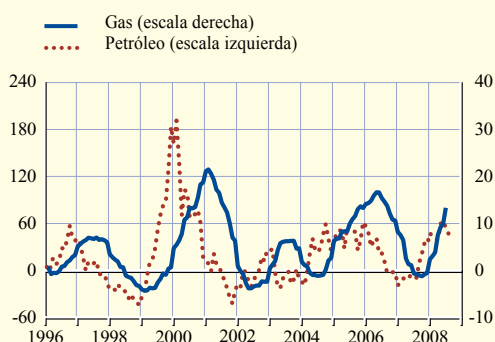
(porcentaje)

Componentes energéticos del IAPC	9,8
Energía derivada del petróleo	5,5
<i>De la cual:</i>	
Combustible para motores	4,6
Combustible para calefacción	0,9
Energía no derivada del petróleo	4,3
<i>De la cual:</i>	
Electricidad	2,2
Gas	1,5
Energía calórica	0,5
Combustibles sólidos	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico A Evolución de los precios en euros del petróleo y de los precios de consumo del gas en la zona del euro

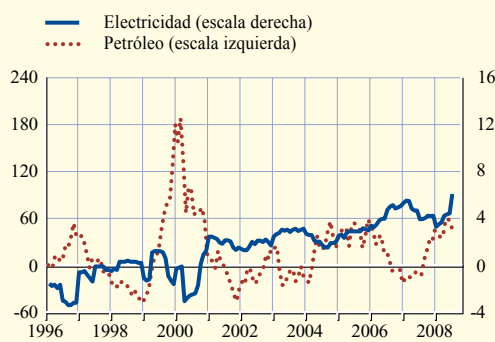
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Evolución de los precios en euros del petróleo y de los precios de consumo de la electricidad en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Por lo que respecta a los precios de consumo de la electricidad, su relación con los precios del petróleo es mucho menos clara (por lo general, el coeficiente de correlación es inferior a 0,2 en términos absolutos) que en el caso de los precios de consumo del gas, lo cual puede obedecer, en parte, al hecho de que la electricidad puede generarse a partir de distintas fuentes, entre las que se incluyen la energía nuclear, el petróleo, el gas, los combustibles sólidos (hulla, lignito y turba) y las fuentes renovables, como la energía eólica, hidráulica y solar. La combinación de fuentes de energía, cuyos costes fijos y variables son diferentes, varía entre países y a lo largo del tiempo y puede explicar, hasta cierto punto, la razón por la que los precios de la electricidad no dependen sólo de las tendencias de los precios del petróleo y del gas.

Por ejemplo, Francia utiliza la energía nuclear de forma más intensiva que otros países de la UE; Alemania emplea proporciones de combustibles sólidos (hulla y lignito) relativamente elevadas; e Italia y España han aumentado, en los últimos años, el uso del gas para generar electricidad. Por tanto, los precios de consumo de la electricidad están determinados, entre otros aspectos, por la distribución de la capacidad de generación por tipo de combustible y su perfil temporal, así como por la capacidad ociosa total. Sin embargo, como se comenta a continuación, la competencia en los mercados también es un factor importante.

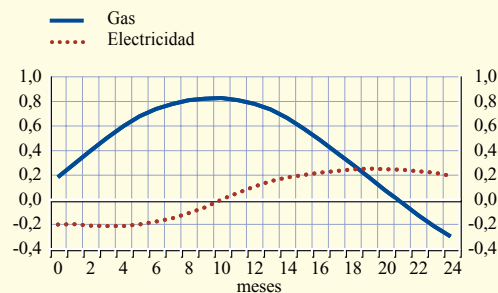
De cara al futuro, y a pesar del descenso que han experimentado los precios del petróleo desde principios de julio, se mantienen las presiones al alza sobre los precios de la energía no derivada del petróleo y, en concreto, del gas. Estas presiones responden a las siguientes causas: a) los precios del petróleo siguen siendo elevados (pese a haber regresado a los niveles observados a principios de mayo del 2008, continúan significativamente por encima de las cotas registradas hace un año) y b) los precios del gas tienden a responder con un desfase a la evolución de los precios del petróleo. Por tanto, puede que los precios de consumo del gas no reflejen todavía plenamente las últimas subidas de los precios del petróleo. También es probable que los altos precios del petróleo y del gas ejerzan presiones al alza sobre la evolución de los precios de la electricidad.

Los sectores del gas y la electricidad no sólo comparten la característica de que el petróleo constituye un sustituto próximo y/o un bien intermedio importante, sino que ambos son «industrias de red» y en ocasiones se considera que son monopolios naturales². Sin embargo, una regulación adecuada puede contribuir a garantizar una competencia sostenible en dichos sectores. Tras un mandato recibido del Consejo Europeo en primavera del 2007, en septiembre del mismo año la Comisión Europea adoptó un tercer paquete de propuestas legislativas relacionadas con los mercados de la electricidad y del gas de la UE. Este último paquete se introdujo porque, a pesar de otros paquetes legislativos anteriores diseñados para liberalizar los citados mercados, en un estudio de la Comisión Europea finalizado a princi-

2 Las industrias de red generalmente implican el suministro de productos o servicios a los clientes finales mediante una infraestructura de red. En algunos casos, los monopolios naturales pueden ser un elemento fundamental de las industrias de red, aunque esta situación puede variar con el tiempo a medida que cambia la tecnología. Algunos ejemplos claros son los cambios que se han producido en determinadas áreas de los sectores de telecomunicaciones y de correos, que en su día se consideraban monopolios naturales. La cadena del sector eléctrico comprende una serie de actividades (generación, transporte, distribución y suministro), las cuales no pueden considerarse todas actividades de red (en particular la generación).

Gráfico C Correlación entre la variación de los precios de consumo del gas y de la electricidad y la variación de los precios del petróleo y sus desfases

(correlación de las tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE.

pios del 2007³ se identificaron deficiencias persistentes en el funcionamiento de los mismos, con diferencias considerables entre los niveles de competencia de jure y de facto⁴. En un entorno en el que los precios del petróleo son elevados y volátiles, es fundamental reforzar las medidas destinadas a fomentar la competencia de facto en los mercados europeos del gas y de la electricidad.

- 3 En el 2005 la Comisión Europea inició una investigación sobre la competencia en los mercados del gas y de la electricidad. En el informe final («DG Competition report on energy sector inquiry»), que se publicó en enero del 2007, se identificaron deficiencias importantes en los citados mercados, a saber: excesiva concentración de los mercados en la mayoría de los mercados nacionales; falta de liquidez que impide la entrada de nuevos participantes; integración demasiado escasa entre los mercados de los Estados miembros; falta de información transparente sobre los mercados; desagregación inadecuada de la red y del suministro; vinculación de los clientes con los proveedores mediante contratos a largo plazo; y existencia de mercados de ajuste y de zonas de ajuste de pequeño tamaño que favorecen a las empresas tradicionales.
- 4 En un recuadro del Boletín Mensual de diciembre del 2004 se analizó la incidencia de anteriores reformas de la regulación sobre la competencia y la evolución de los precios en los mercados del gas y de la electricidad de la zona del euro.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados aumentó también en julio del 2008, superando los elevados niveles registrados anteriormente. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados alcanzó su nivel más alto desde el inicio de la serie en 1991, como resultado, básicamente, del alza de los precios del pan y de los cereales, así como del aceite y de las grasas. El acusado aumento de los precios de estos componentes de los alimentos elaborados es probablemente consecuencia de la subida de los precios internacionales de las materias primas utilizadas en la producción de estos bienes. Mientras que la pasada evolución de los precios de las materias primas alimentarias sugiere que pueden subsistir importantes presiones en la cadena de suministro, la tasa de variación intermensual desestacionalizada de los precios de los alimentos elaborados ha descendido de forma generalizada con respecto al máximo alcanzado en noviembre del 2007. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó en julio hasta el 4,4%, como resultado del fuerte aumento de los precios de las frutas, y de una nueva subida de los precios de la carne (que representan cerca de la mitad de este componente). Debido al encarecimiento de los piensos, en este último caso el alza de los precios puede señalar la persistencia de presiones derivadas de la pasada evolución de los precios en los mercados internacionales de materias primas alimentarias.

La inflación interanual medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, que corresponde al 70% de la cesta del IAPC, disminuyó 0,1 puntos porcentuales, situándose en el 1,7% en julio del 2008. La tasa de variación interanual de los precios del componente de bienes industriales no energéticos se situó en el 0,5% en julio, continuando la tendencia a la baja observada hasta el momento en el 2008, hecho notable en un contexto de importantes presiones al alza derivadas de los costes de los bienes intermedios. La evolución de los bienes industriales no energéticos a nivel agregado se explica por los movimientos compensatorios de sus componentes y subcomponentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes semiduraderos (reflejo de la evolución de los precios de los textiles) se mantuvo estable hasta muy recientemente; la de los precios de los bienes duraderos descendió, como consecuencia de la caída de los precios de los automóviles y del material eléctrico y electrónico; y la de los precios de los bienes no duraderos aumentó, lo que no puede atribuirse fácilmente a ningún componente en concreto. El último descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, desde el 0,8% de junio al 0,5% de julio, fue resultado de la contribución de una fuerte caída del subcomponente de textiles. La evolución de los precios de los textiles parece ser reflejo, en cierta medida, de rebajas estacionales mayores que las del año pasado, por lo que podría no mantenerse en los próximos meses.

Aunque la inflación interanual en los precios de los servicios aumentó ligeramente en julio, en relación con el mes anterior, siguió fluctuando en torno al elevado nivel del 2,5% observado en los últimos trimestres, en un contexto de crecientes presiones procedentes de los precios de los bienes intermedios y de los costes laborales. El aumento registrado en julio fue resultado, en gran medida, de la evolución de los precios de los servicios recreativos y personales, así como de los servicios de transporte, que pueden ser reflejo de presiones alcistas sobre los costes ejercidas por los elevados precios de las materias primas en los mercados internacionales. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios de transporte alcanzó su nivel más alto en una década, debido, posiblemente, a las presiones al alza sobre los costes generadas por el encarecimiento de la energía. El aumento de la inflación en los precios de los servicios recreativos y personales estuvo vinculado al alza de los precios de la hostelería, probable consecuencia del incremento de los precios de los alimentos a escala mundial. Así pues, aunque la escalada de estos precios parece haber sido desencadenada por las fuertes perturbaciones observadas en los precios de los bienes intermedios (es decir, los efectos de primera vuelta derivados directa o indirectamente del alza de los costes de la energía y de los alimentos), persiste el riesgo de que la aceleración del crecimiento de los costes laborales por hora, combinada con modestas ganancias de productividad y con un nivel insuficiente de competencia en varios mercados, pueda agravar la dinámica inflacionista en los servicios en un futuro próximo.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

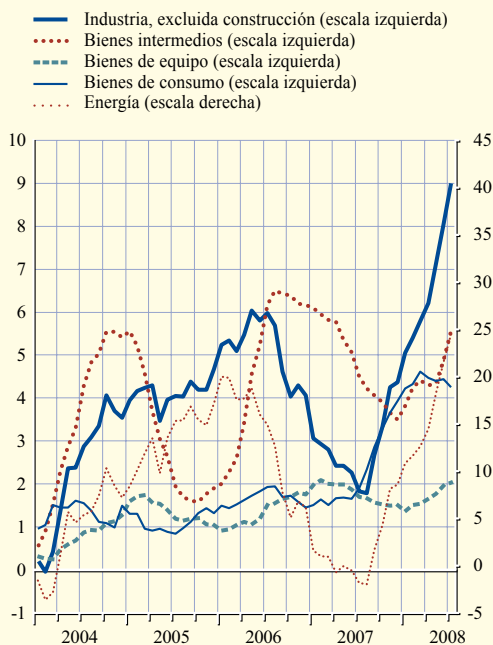
La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó, desde el 8% de junio del 2008 hasta el 9% de julio, el nivel más alto registrado en más de 25 años (véase gráfico 40). Este incremento estuvo determinado, en gran medida, por los precios de la energía y de los bienes intermedios.

Tras los fuertes aumentos experimentados por los precios del petróleo hasta comienzos de julio y el encarecimiento de otros productos energéticos, la tasa de variación interanual de los precios de la energía volvió a subir en julio, hasta situarse en el 24,5%, el nivel más alto alcanzado desde el inicio de la serie en 1986. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales se elevó nuevamente en julio, hasta el 4,3% (nivel que no se observaba desde finales de 1995), como consecuencia de la evolución de los precios de los bienes intermedios, cuya tasa de variación interanual se disparó al 5,6%, desde el 4,9% registrado en junio. Mientras que el alza de los precios de las materias primas industriales se ha detenido recientemente, los aumentos observados anteriormente, especialmente en los precios de los metales, unidos a la escalada de los precios del petróleo, han ejercido fuertes presiones alcistas sobre los precios de los bienes intermedios, que se han reflejado también en elevadas tasas de variación intermensual de este componente. No obstante, en julio la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se mantuvo sin cambios en el 2%, nivel sin embargo superior a su media del 2007.

Más adelante en la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo disminuyó ligeramente en julio, hasta un nivel todavía elevado, el 4,3%, como resultado del componente de bienes no duraderos, ya que la inflación en los bienes duraderos aumentó. Este descenso es reflejo de una nueva reducción de la inflación interanual en los precios de los alimentos, que bajó en julio, hasta el 8,9%, desde el máximo del 10,1% alcanzado en marzo. Cabe observar que los incrementos intermensuales de los precios de los alimentos han retrocedido hasta niveles similares a los anteriores a la perturbación que afectó a estos precios en el segundo semestre del 2007. Si se excluyen el tabaco y los alimentos, en julio la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se mantuvo estable en el 1,4%, ligeramente por encima de la media del 2007.

Gráfico 40 Desagregación de los precios industriales

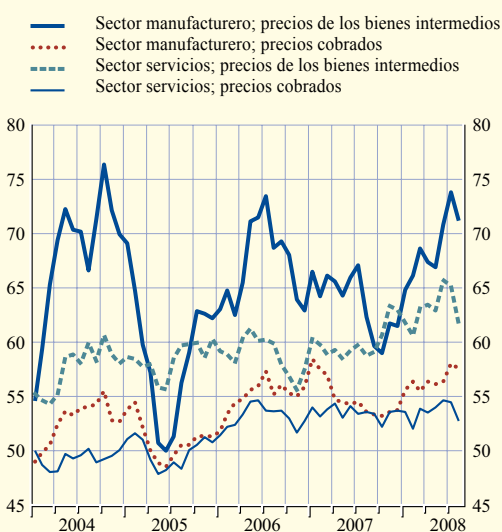
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 41 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit Economics.

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

Los últimos datos sobre fijación de precios, procedentes del índice de directores de compras, apuntan a una reciente disminución de las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de suministro en los sectores de manufacturas y servicios, aunque a partir de niveles elevados (véase gráfico 41). En la última encuesta, la desaceleración del crecimiento de los precios de los bienes intermedios observada en agosto del 2008 en el sector manufacturero se atribuyó a una ligera reducción del precio del petróleo y de otras materias primas. En el sector servicios, los encuestados indicaron que la inflación en los precios de los bienes intermedios había descendido también, como resultado de la disminución de los costes de la energía. El descenso de los índices de precios cobrados en ambos sectores registrado en agosto se atribuyó al menor crecimiento de los costes de los bienes intermedios, unido al deseo, por parte de las empresas, de preservar la competitividad en términos de precios. Pese a la reciente reducción de las presiones sobre los precios señalada en esta encuesta, todos los indicadores se mantienen en niveles muy altos, muy por encima de sus medias de largo plazo.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Tras la aceleración observada en el último trimestre del 2007, los indicadores disponibles sugieren que el rápido ritmo de crecimiento de los costes laborales prosiguió en el primer semestre del 2008 (véase cuadro 7).

Las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado han subido desde el último trimestre del 2007 (véase gráfico 42). En el segun-

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

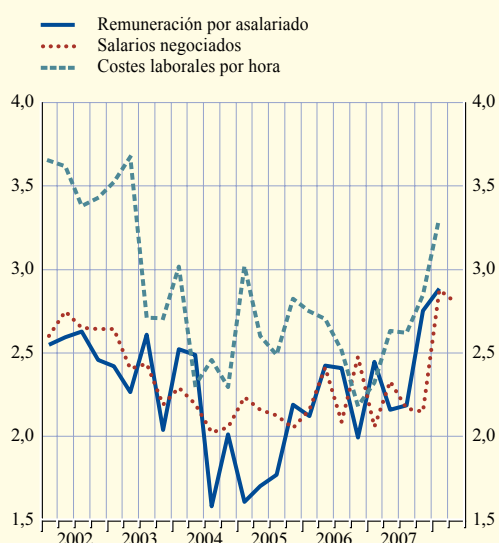
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

do trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,8%, prácticamente sin cambios en relación con el primer trimestre del año. La tasa de variación interanual de los costes laborales por hora se disparó en el primer trimestre del 2008, como consecuencia, en gran medida, del aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes salariales, hasta el 3,7%. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó al 2,9% en el primer trimestre del 2008, tras haber registrado una fuerte aceleración en el último trimestre del 2007. El incremento de las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora parece haber sido generalizado en la industria, los servicios y la construcción (véase gráfico 43). Unida a un debilitamiento general de la productividad, en el primer trimestre del 2008 la aceleración del crecimiento de los salarios elevó la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hasta el 2,4%, su nivel más alto en cinco años.

El aumento de las presiones salariales puede atribuirse a varios factores, que incluyen las mayores tensiones en los mercados de trabajo, la elevada utilización de la capacidad de producción y los actuales sistemas de indicación de los salarios nominales que se vinculan a la anterior evolución de los precios. La aceleración del crecimiento salarial coincide con un debilitamiento general del crecimiento de la productividad, situación en la que los costes salariales inciden directamente en los costes laborales unitarios. La resultante intensificación de las presiones inflacionistas internas y la incómoda posibilidad de que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados (es decir, nuevas variaciones de los precios, como consecuencia de la reacción de los salarios o los beneficios a los efectos de primera vuelta) requieren un atento seguimiento. En particular, el riesgo de efectos de segunda vuelta más generalizados es especialmente acusado en los países de la zona del euro en los que existe alguna forma de indicación automática de los salarios, que implica el riesgo de perturbaciones al alza en la inflación y

Gráfico 42 Indicadores de costes laborales

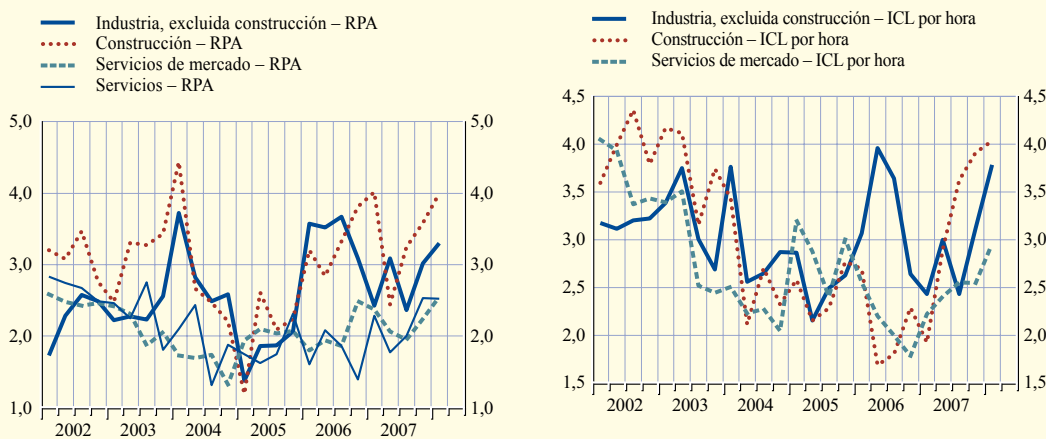
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 43 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

de una espiral de precios y salarios que sería perjudicial para el empleo y la competitividad en los países en cuestión.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En el verano del 2008, los efectos directos e indirectos de las anteriores fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos a escala mundial elevaron la inflación medida por el IAPC de la zona del euro hasta cotas considerablemente superiores al nivel compatible con la estabilidad de precios. Por otra parte, el crecimiento salarial se ha acelerado en los últimos trimestres, al tiempo que el crecimiento de la productividad del trabajo ha experimentado una desaceleración, con el consiguiente pronunciado aumento de los costes laborales unitarios. De cara al futuro, según se prevé en los mercados de futuros de las materias primas, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga durante cierto tiempo muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios, antes de moderarse de forma gradual en el 2009. Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se situará entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008 y entre el 2,3% y el 2,9% en el 2009. Esta revisión de las anteriores proyecciones refleja, principalmente, la elevación de los precios de la energía y, en menor medida, la de los precios de los alimentos y de los servicios, que han subido más de lo previsto. Cabe señalar que las proyecciones se basan, entre otras cosas, en el supuesto de que, aunque sigan siendo altos, los precios del petróleo y de otras materias primas muestren en el horizonte de la proyección una mayor estabilidad que en los últimos meses, según se prevé en los mercados de futuros.

La estabilidad de precios está sujeta a medio plazo a riesgos alcistas. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios de las materias primas y de que las anteriores subidas tengan efectos indirectos más intensos sobre los precios de consumo. Existen especialmente fuertes temores de que la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados en la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar sensiblemente las presiones inflacionistas. Asimismo, unos incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían acentuar los riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

4 PRODUCTO DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,7% en el primer trimestre del 2008, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre, al descender el consumo y moderarse la inversión. En estos momentos, la economía de la zona del euro está atravesando una fase de débil actividad económica, caracterizada por unos precios de las materias primas elevados, que afectan a la confianza de los consumidores y a la demanda, y por un crecimiento moderado de la inversión. De cara al futuro se espera una recuperación gradual de la economía. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2008 prevén un crecimiento interanual del PIB real situado entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008 y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. No obstante, la incertidumbre en torno a estas perspectivas es elevada y persisten los riesgos a la baja.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

La actividad económica en la zona del euro se ha desacelerado en los doce últimos meses, tras un período de intenso crecimiento económico. La actividad en la zona aumentó a tasas elevadas durante los años 2006 y 2007, creciendo el PIB real un 3% y un 2,6%, respectivamente. Durante ese período, la fuerte actividad a escala mundial impulsó el crecimiento de las exportaciones, las favorables condiciones de financiación y los elevados beneficios empresariales alentaron la inversión, y el gasto de los hogares se vio favorecido por la evolución de la renta real disponible, consecuencia de la acusada mejora de las condiciones del mercado de trabajo. Desde entonces, el ritmo subyacente de la expansión económica en la zona del euro se ha moderado al haberse aunado una serie de perturbaciones económicas para ralentizar el crecimiento. El aumento de los precios de las materias primas, así como el largo período de turbulencias financieras, han atenuado el crecimiento económico mundial y de la zona del euro. El crecimiento interanual del PIB real se redujo hasta el 1,4% en el segundo trimestre del 2008, desde el máximo del 3,3% alcanzado en el último trimestre del 2006. Los indicadores relativos a los meses más recientes sugieren la probabilidad de que persista la moderación de la actividad económica en el tercer trimestre, como denotan los bajos niveles de la confianza empresarial y de los consumidores en julio y agosto.

PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La primera estimación de Eurostat del crecimiento del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2008, cuya tasa intertrimestral fue de $-0,2\%$, se redujo de forma acusada en relación con el importante crecimiento del $0,7\%$ estimado para el primer trimestre. Como se mencionó en boletines mensuales anteriores, esta desaceleración representa en parte una reacción técnica al crecimiento excepcionalmente vigoroso observado en los primeros meses del año, en los que unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas en el invierno en muchas partes de Europa impulsaron la actividad constructora. Sin embargo, en esta moderación de la actividad también influyeron otros factores, entre ellos el impacto de las subidas de precios de las materias primas y la desaceleración económica a escala mundial.

El descenso del PIB real en el segundo trimestre tuvo su origen en la demanda interna, excluida la variación de existencias, que contribuyó en un $-0,2\%$ al crecimiento económico general. La contribución de la variación de existencias fue próxima a cero y la de la demanda exterior neta se situó en niveles muy similares, al caer tanto las exportaciones como las importaciones un $0,4\%$ en el segundo trimestre (véase gráfico 44).

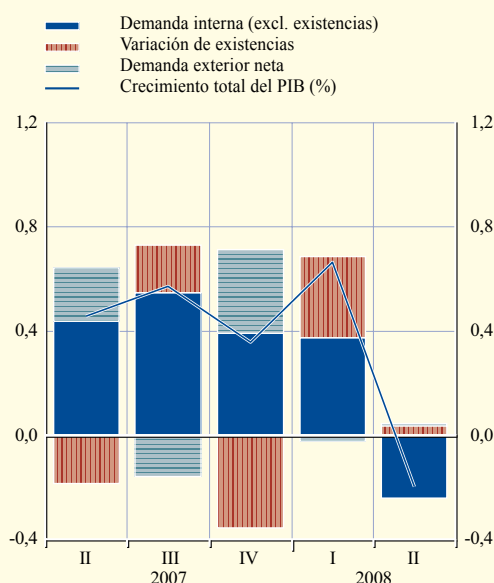
Gran parte de la volatilidad observada en la demanda interna de la zona del euro durante el primer semestre del año se debió al patrón de crecimiento de la inversión, que avanzó un $1,5\%$, en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2008 y que posteriormente cayó un $1,2\%$. El excepcional dinamismo de la inversión a comienzos de año estuvo impulsado por la inversión en construcción, que creció a una

extraordinaria tasa intertrimestral del 2%. Se consideró que en este crecimiento tan atípico influyeron mucho las buenas condiciones meteorológicas que se registraron en algunas partes de Europa al inicio del año, y esta interpretación parece verse confirmada por el posterior debilitamiento de la producción de la construcción, que cayó un 2,5% en el segundo trimestre con respecto al anterior.

El crecimiento de la inversión en el primer trimestre también se vio impulsado por la expansión de la inversión excluida la construcción, que aumentó un 0,9% en tasa intertrimestral. A pesar del buen comportamiento observado en el primer trimestre, varios factores sugieren la probabilidad de que la inversión empresarial experimente una cierta moderación. En primer lugar, al reducirse la demanda, el crecimiento de los beneficios empresariales ha descendido desde las sólidas tasas observadas a comienzos del 2007. Las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro para el primer trimestre del 2008 pusieron de manifiesto que el crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras y la renta empresarial bruta se redujo. En segundo lugar, es probable que unas condiciones financieras más restrictivas afecten a los planes de inversión, aunque las posiciones del flujo de caja de las sociedades no financieras cotizadas siguieron siendo razonablemente sólidas en el 2007 y el resultado neto se estabilizó en niveles elevados en el primer trimestre del 2008 (véase recuadro 7 de la sección 2). Por último, las restricciones de la capacidad productiva parecen haber disminuido a lo largo del pasado año. La utilización de la capacidad productiva en la industria en el mes de julio se situó por encima de su media a largo plazo, pero algo por debajo del máximo observado hace doce meses. Por otra parte, la encuesta a los directores de compras realizada por Markit indica que los retrasos y los pedidos pendientes en las ramas manufacturera y de servicios se han moderado. En resumen, estos factores sugieren que, tras el acusado crecimiento registrado en el primer trimestre del año, el aumento de la inversión empresarial podría debilitarse en lo que resta de año con respecto al fuerte ritmo de expansión anterior.

Gráfico 44 Crecimiento del PIB real y contribuciones

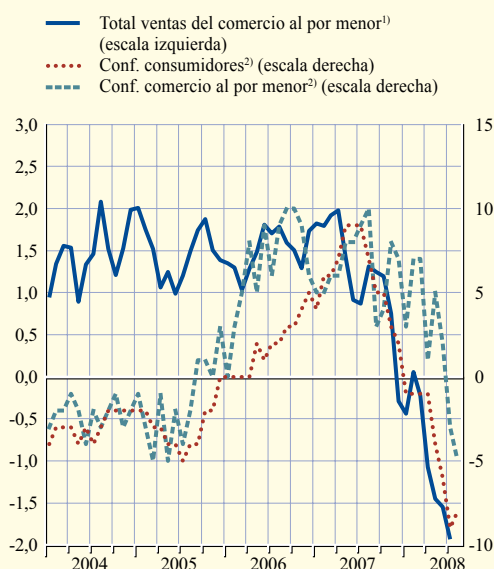
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 45 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 ajustados a la media.

El consumo privado descendió un 0,2% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2008 como continuación del período de contención del gasto de los hogares observado anteriormente. Este gasto se ha moderado a causa del débil crecimiento de la renta real, consecuencia del importante aumento de los precios de las materias primas y de la reducción de la riqueza financiera. Según las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro, en el primer trimestre del 2008 la renta real disponible de los hogares se incrementó solamente un 0,7% en tasa interanual —la tasa de crecimiento más baja observada desde el 2003—, mientras que la riqueza financiera neta de los hogares se redujo de forma acusada, debido al descenso en el valor de las tenencias de acciones.

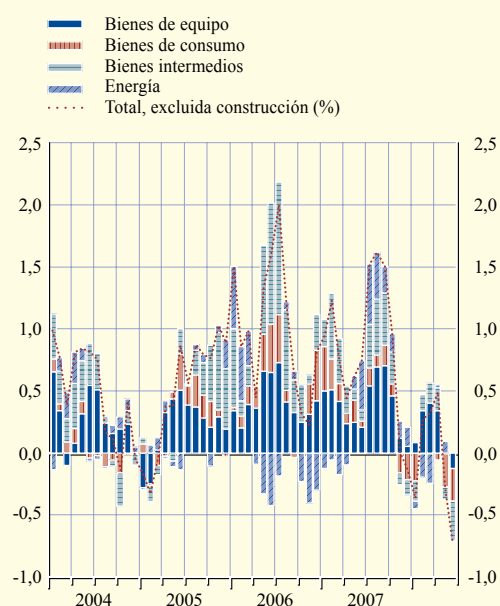
Si se considera el tercer trimestre, los primeros indicios sugieren la posibilidad de que la debilidad del consumo se mantenga. El volumen del comercio al por menor de la zona del euro se contrajo un 0,4% en julio, tras haber registrado una reducción del 0,9% en junio. La confianza de los consumidores se recuperó ligeramente en agosto en relación con julio, a pesar de que aumentó el pesimismo acerca de las perspectivas del mercado de trabajo, pero se mantuvo en niveles reducidos (véase gráfico 45). Además, el saldo de respuestas de las intenciones de los consumidores de efectuar compras importantes en los próximos doce meses se situó en el nivel más bajo desde que se inició la encuesta en 1985. Esta serie no forma parte del índice de confianza de los consumidores, pero en el pasado ha mostrado una estrecha correlación con el crecimiento interanual del consumo.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La actividad en la zona del euro en el primer trimestre del 2008 registró un incremento en el crecimiento intertrimestral de las ramas de servicios e industrial (excluida la construcción) y una subida excep-

Gráfico 46 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

Gráfico 47 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 las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

cionalmente fuerte en el valor añadido de la construcción. De conformidad con los indicadores disponibles, el menor ritmo de crecimiento en el segundo trimestre fue consecuencia de la actividad en la industria y en la construcción, ramas en las que el valor añadido se redujo sensiblemente (un 0,8% y un 2,2%, respectivamente). El crecimiento en la rama de servicios mostró una mayor capacidad de resistencia y aumentó un 0,4%. La información más reciente sugiere que la debilidad en el patrón de crecimiento subyacente persiste en el tercer trimestre.

La actividad industrial se debilitó sustancialmente en el segundo trimestre del 2008. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) se contrajo ligeramente en junio en relación con mayo (véase gráfico 46), tras un marcado descenso en el mes anterior. En el conjunto del segundo trimestre del año, el valor añadido cayó un 0,8%, tras un crecimiento del 0,4% en el período anterior. El descenso trimestral supone el peor resultado de los últimos cinco años. Si se considera el tercer trimestre, las encuestas para las manufacturas se mantuvieron en niveles reducidos en agosto del 2008, situándose el índice de directores de compras por debajo del nivel de referencia, lo que muestra que la actividad económica cayó con respecto al mes anterior (véase gráfico 47).

Como se ha mencionado anteriormente, la producción de la construcción siguió un patrón muy poco habitual en los dos primeros trimestres del 2008, pues el valor añadido aumentó un 2,5% en el primer trimestre y descendió un 2,2% en el segundo. No obstante, más allá de la volatilidad intertrimestral, es evidente que la producción de la construcción ha seguido una tendencia decreciente desde la segunda mitad del 2006, que sólo se interrumpió temporalmente en los tres primeros meses del 2008. Los datos procedentes de las encuestas confirman esa tendencia, manteniéndose en agosto la moderación de la confianza en la construcción según el indicador de la Comisión Europea y el índice de directores de compras elaborado por Markit.

La relativa capacidad de resistencia del valor añadido en los servicios durante el segundo trimestre del 2008 obedeció principalmente al crecimiento sostenido de la rama de servicios financieros y servicios prestados a las empresas, así como de la rama de otros servicios. Este hecho contrastó con la imagen en la rama de comercio, transporte y comunicaciones, en la que la producción se redujo fuertemente. Sin embargo, si se consideran horizontes más largos, en todas las ramas de servicios se ha observado un descenso en la actividad desde el máximo registrado a finales del 2006. Los datos de las encuestas hasta agosto del 2008 apuntan al mantenimiento de un débil crecimiento en todas las actividades relacionadas con los servicios, situándose tanto el indicador de confianza de los servicios del índice de directores de compras como el de la Comisión Europea en sus niveles más bajos.

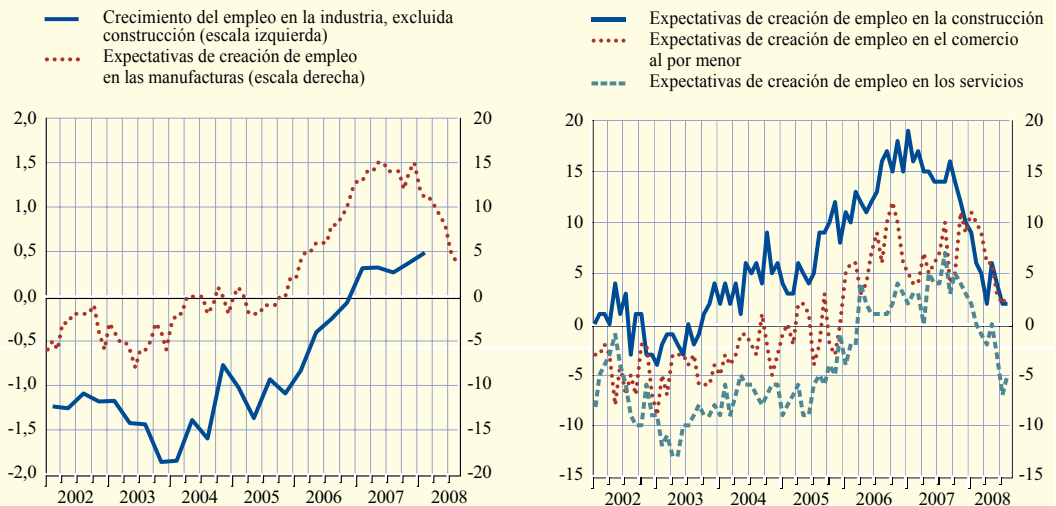
En general, los datos más recientes relativos a las ramas industrial y de servicios indican que la actividad económica ha mantenido un ritmo moderado en el tercer trimestre del 2008.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha registrado un cambio de tendencia en los últimos meses, tras años de evidente mejora. Aunque las condiciones del mercado de trabajo siguen siendo, en general, favorables, con una tasa de paro históricamente baja, las encuestas relativas a las expectativas de creación de empleo han empeorado en los últimos meses y apuntan a una moderación del crecimiento del empleo en el futuro.

Gráfico 48 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

EMPLEO

El empleo aumentó considerablemente en la zona del euro en los años 2006 y 2007, estimulado en parte por la fortaleza de la actividad económica. En el 2008, el crecimiento del empleo ha sido más moderado: el empleo se incrementó un 0,3% en tasa intertrimestral en los tres primeros meses del 2008, la misma tasa que se estimó para el trimestre anterior, pero 0,2 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada hace un año (véase cuadro 8). De cara al futuro, aunque no se ha publicado ningún dato nuevo sobre el empleo en la zona del euro, los indicadores de las intenciones de creación de empleo de las empresas y los datos nacionales de que se dispone sugieren una continuidad de la tendencia hacia un crecimiento más moderado del empleo en los próximos meses (véase gráfico 48). Según la encuesta a los directores de compras de agosto, las intenciones de creación de empleo de las empresas cayeron por segundo mes consecutivo en los servicios y en las manufacturas. La imagen que emerge de la encuesta de opinión de la Comisión Europea de agosto fue

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I
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.

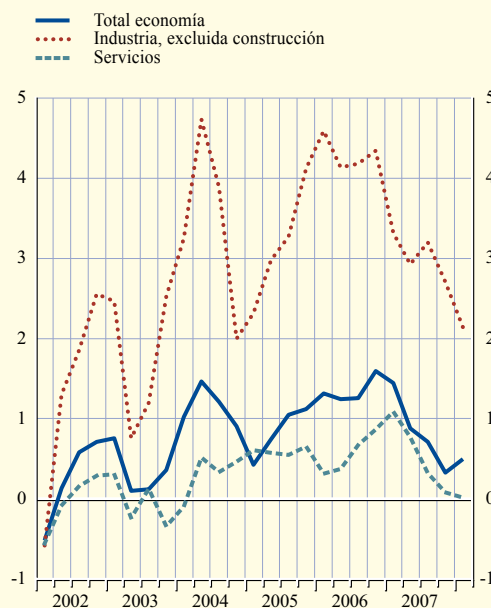
más ambivalente, pues los indicadores de las expectativas de creación de empleo se redujeron en la industria, pero mejoraron de forma moderada en la construcción y en los servicios.

Aunque el crecimiento del empleo es un indicador importante de la evolución del mercado de trabajo, sobre todo de la utilización del factor trabajo, merece la pena también efectuar un seguimiento de los cambios acaecidos en el número total de horas trabajadas, que reflejan modificaciones en las cifras de empleo, así como en las horas reales trabajadas por persona ocupada. En principio, estas variables pueden comportarse de forma diferente a lo largo del ciclo económico. En el recuadro 9 se considera, desde una perspectiva histórica, la evolución del número total de horas trabajadas en la zona del euro.

La productividad laboral interanual (por persona ocupada) creció un 0,5% en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 49). La mejora frente al trimestre anterior se explica, principalmente, por el acusado incremento de la productividad en la construcción, donde la producción fue temporalmente elevada. Si se considera la tendencia a más largo plazo, el crecimiento interanual de la productividad ha descendido desde finales del 2006. Los datos disponibles procedentes del índice de directores de compras sugieren que la productividad laboral ha seguido deteriorándose en los últimos meses.

Gráfico 49 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 9

LA EVOLUCIÓN DEL NÚMERO TOTAL DE HORAS TRABAJADAS EN LA ZONA DEL EURO: UNA PERSPECTIVA A LARGO PLAZO

En los últimos años se han introducido una serie de reformas estructurales en las regulaciones de los mercados de trabajo de países de la zona del euro que han afectado sustancialmente al funcionamiento de estos mercados. Las medidas introducidas han sido diferentes en los distintos Estados miembros, desde las encaminadas a facilitar la contratación de trabajadores adicionales y temporales hasta las que pretenden aumentar la flexibilidad de la jornada de trabajo de asalariados a tiempo completo y a tiempo parcial. Facilitar la contratación temporal de trabajadores constituye un medio para incrementar la tasa de actividad en determinados segmentos del mercado de trabajo, en particular entre las mujeres jóvenes y los trabajadores de más edad¹. Este recuadro sitúa en una perspectiva histórica la evolución reciente del número total de horas trabajadas en la zona del euro, centrándose en la medida en que las reformas introducidas en los mercados de trabajo han contribuido a aumentar la flexibilidad de la economía de la zona y a elevar el crecimiento del producto potencial al influir directa-

¹ Véase, por ejemplo, V. Genre, R. Gomez-Salvador y A. Lamo (2005), «European women: Why do(n't) they work?», Working Paper n.º 454 del BCE, marzo, así como OECD (2006): Ageing and Employment Policies: Live Longer, Work Longer, OCDE, París.

mente en el nivel de utilización del factor trabajo.

Evolución del empleo y promedio de horas trabajadas por persona ocupada

Al analizar la evolución a largo plazo del número total de horas trabajadas conviene diferenciar entre cambios en el empleo y variaciones en las horas efectivas trabajadas por persona ocupada ya que, a priori, estos dos componentes podrían comportarse de modo distinto durante el ciclo económico y a largo plazo. En el gráfico A se muestra la evolución del total de horas trabajadas, del empleo y de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro en el período 1987-2007².

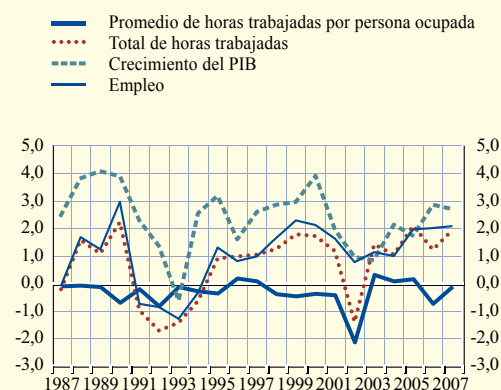
La contribución al crecimiento del número total de horas trabajadas derivado de modificaciones en el promedio de horas trabajadas por persona ocupada fue limitada antes de mediados de la década de los noventa, cuando los cambios en el empleo fueron el principal factor determinante del total de horas trabajadas. No obstante, en la segunda mitad de esa década, las variaciones en el promedio de horas trabajadas parecen haber desempeñado un papel más relevante, como consecuencia tanto de la introducción de cambios legislativos que afectaron a los acuerdos laborales de muchos Estados miembros de la zona del euro, como del acusado aumento del crecimiento de empleo a tiempo parcial. Aunque el número total de horas trabajadas se incrementó considerablemente en la segunda mitad de los años noventa, volvió a experimentar un pronunciado descenso en 2001-2002, período en el que la economía se debilitó. La principal causa de ello parece haber sido una notable disminución del promedio de horas trabajadas, reflejo, en cierta medida, de factores cíclicos, pero probablemente también de la culminación de políticas encaminadas a reducir la jornada laboral semanal en algunos Estados miembros (Francia, Bélgica y Países Bajos). Aunque en el período 2003-2005 se registraron tasas positivas de crecimiento del promedio de horas trabajadas, estas tasas han vuelto a reducirse en los últimos meses³.

Evolución del empleo a tiempo completo y a tiempo parcial

Las variaciones en el número total de horas trabajadas también pueden analizarse examinando las contribuciones a los cambios en el empleo y en el promedio de horas trabajadas de los asalariados a tiempo completo y a tiempo parcial. De este modo, la tasa de variación interanual del número total de horas trabajadas puede descomponerse en cuatro componentes que reflejan las variaciones en el

Gráfico A Número total de horas trabajadas, empleo y horas trabajadas por persona ocupada

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 La Encuesta sobre la fuerza de trabajo (LFS) de Eurostat combina, de modo comparable, los resultados de las distintas encuestas de población activa nacionales. Las cifras que figuran en este recuadro se han obtenido de la última encuesta sobre la fuerza de trabajo europea de Eurostat y se refiere a personas ocupadas con edades comprendidas entre 15 y 64 años. Los datos de la zona del euro para el período 1985-1999 se han estimado utilizando datos disponibles de países de la zona. Las discrepancias en las cifras totales de empleo como consecuencia de la ausencia de respuesta correspondientes al empleo a tiempo completo y a tiempo parcial se han ajustado incluyendo a los encuestados que no han contestado en las categorías de trabajo a tiempo completo y a tiempo parcial de manera proporcional a los porcentajes correspondientes.

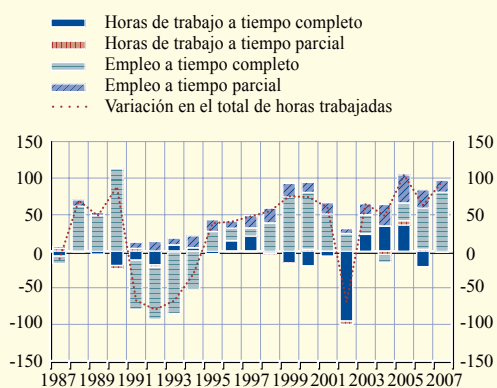
3 Véase también N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, «Trends and patterns in working time across zona del euro countries 1970-2004: causes and consequences», Occasional Paper n.º 41 del BCE, diciembre 2005.

empleo a tiempo completo y a tiempo parcial y las modificaciones en el promedio de horas trabajadas por asalariados a tiempo completo y a tiempo parcial. El gráfico B muestra la contribución a la variación total del número total de horas trabajadas (línea punteada) por asalariados a tiempo completo y a tiempo parcial (barras). Cada barra representa las contribuciones de los respectivos componentes para cada año. La suma de las barras corresponde a la variación total del número de horas trabajadas.

La contribución del crecimiento del empleo a tiempo parcial al total de horas trabajadas parece haber sido muy limitada antes de mediados de los años noventa, y su importancia aumentó progresivamente a partir de la segunda mitad de esa década y particularmente en los primeros años de la presente década. El dinamismo observado en la creación de empleo en la zona del euro a partir del año 2005 también se ha reflejado en el fuerte crecimiento del empleo a tiempo completo.

Gráfico B Contribuciones a la variación en el total de horas trabajadas

(millones de horas)



Fuentes: Encuesta sobre la fuerza de trabajo de Eurostat y cálculos del BCE.

Comparación con la evolución en Estados Unidos

Una de las principales explicaciones de la brecha existente entre el PIB per cápita de la zona del euro y el de Estados Unidos es la notable diferencia existente en el número de horas trabajadas en las dos economías⁴. Sin embargo, en los últimos diez años se ha producido un acusado aumento del total de horas trabajadas en la zona del euro, una evolución que contrasta con la de Estados Unidos, donde se ha registrado una leve desaceleración. Como muestra el cuadro, mientras el crecimiento del total de horas trabajadas experimentó una aceleración en la zona del euro entre las dos décadas consideradas (desde un promedio del 0,3% por año entre 1987 y 1997, hasta el 1,2% por año en los años de la presente década transcurridos hasta finales del 2007), el crecimiento del total de horas trabajadas se redujo en Estados Unidos (desde el 1,3% hasta el 0,9%, respectivamente). Aunque gran parte de la aceleración observada en la zona del euro puede atribuirse a las mejoras en la utilización del factor trabajo en este período, hasta ahora los principales factores determinantes de esta evolución han sido los aumentos de las tasas de actividad y de empleo. Por el momento, el promedio de horas trabajadas por persona ocupada continúa descendiendo con mayor rapidez en la zona del euro que en Estados Unidos.

Conclusiones

Al analizar las tendencias en cuanto a la jornada laboral, se ha de tener presente que éstas se configuran, en cierta medida, en función de cambios institucionales. En la zona del euro, las jornadas laborales son reducidas si se comparan con estándares internacionales, y dado que la zona del euro debe hacer frente

4 Se ha sugerido que las causas de esta disparidad están relacionadas con las diferencias en los mecanismos reguladores (entre las que se incluyen las directivas sobre la jornada laboral, los regímenes del impuesto sobre la renta, etc.), los derechos de vacaciones y permisos y las preferencias personales en lo que respecta a actividades de ocio. Véase, por ejemplo, O. Blanchard (2004), «The economic future of Europe» Journal of Economic Perspectives, vol. 18, n.º 4, pp. 3-26; o, más recientemente, el capítulo 3 de la publicación de la OCDE «OECD (2008), Economic Policy Reforms: Going for Growth».

Crecimiento de la población, utilización del factor trabajo y número total de horas trabajadas

(tasas medias de variación interanual)

	Población en edad de trabajar (a)	Tasa de actividad (b)	Tasa de empleo (c)	Número horas trabajadas por persona ocupada (d)	Utilización del factor trabajo suma (b a d)	Total de horas trabajadas suma (a a d)
Zona del euro						
1987-1997	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,3
1998-2007	0,4	0,8	0,5	-0,4	0,8	1,2
Estados Unidos						
1987-1997	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,3	1,3
1998-2007	1,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,4	0,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

a la perspectiva de envejecimiento de la población, uno de los retos más importantes será mejorar la utilización del factor trabajo con el fin de mantener el potencial de crecimiento. Aunque los aumentos de las tasas de empleo y de actividad en la zona del euro han contribuido a compensar parte del considerable diferencial con Estados Unidos en el crecimiento del total de horas trabajadas, el promedio de horas trabajadas sigue descendiendo con más rapidez en la zona del euro que en Estados Unidos. Sin embargo, se ha de señalar un aspecto positivo, ya que el aumento del empleo, particularmente de los trabajos a tiempo parcial, así como la mayor variedad de jornadas laborales de estos trabajadores, pueden considerarse indicativos de una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo de la zona del euro. A su vez, esta mayor flexibilidad amplía la capacidad de ajuste a perturbaciones de la zona del euro.

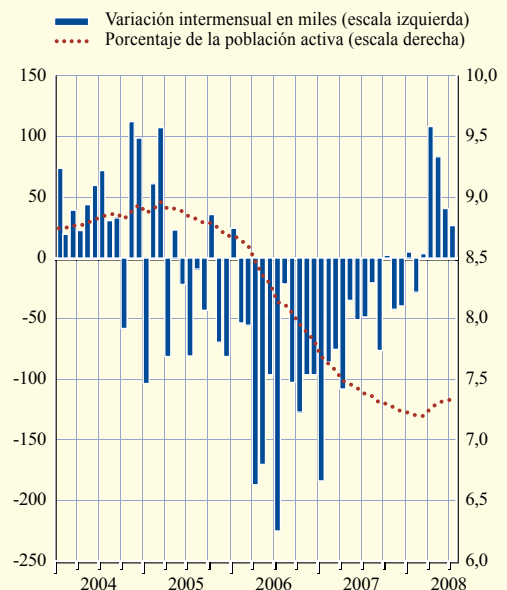
DESEMPLEO

Al inicio del 2008, las tasas de desempleo, que habían descendido sistemáticamente en los años anteriores, aumentaron ligeramente, pasando del 7,2% en el primer trimestre del 2008 al 7,3% en el segundo trimestre. La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 7,3% en julio del 2008, sin cambios con respecto al mes de junio (véase gráfico 50). No obstante, en julio el número de parados se incrementó por quinto mes consecutivo, cifrándose este aumento en 25.000 personas.

Pese al ligero crecimiento de la tasa de desempleo entre el primer y el segundo trimestres del 2008, el paro en la zona del euro es reducido en términos históricos, situándose la proporción de parados en niveles que no se habían observado desde la década de los ochenta. En consonancia con la mejora general de las condiciones del mercado de trabajo en los últimos años, los trabajadores jóvenes —aquellos con edades comprendidas entre los 15 y los 24 años— también se han beneficiado de esta situación. No obstante, el desempleo juvenil sigue siendo elevado en relación con otros grupos

Gráfico 50 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

de edad en la mayoría de los países pertenecientes a la zona del euro. Además de las evidentes implicaciones sociales, éste es uno de los factores que limitan el crecimiento potencial de la zona del euro. En el recuadro 10 se describe la evolución del mercado de trabajo en lo que se refiere a los trabajadores jóvenes y se presentan las posibles políticas económicas que pueden dar lugar a nuevas mejoras en el empleo juvenil.

Recuadro 10

EL DESEMPLEO JUVENIL EN LA ZONA DEL EURO

En la mayoría de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, el desempleo juvenil, pese a que ha descendido considerablemente en la última década, todavía se mantiene en niveles elevados en comparación con las tasas de paro de otros grupos de edad. En este recuadro se describen las tendencias del desempleo juvenil en la zona del euro a lo largo de las dos últimas décadas y se analizan los factores determinantes de dichas tendencias.

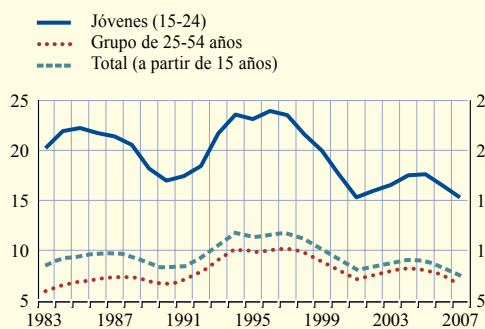
A pesar de que ha mejorado en términos generales, el desempleo juvenil se mantiene en niveles elevados

En los mercados de trabajo de la zona del euro se han producido diversas mejoras estructurales en la última década que han beneficiado especialmente a los trabajadores jóvenes. Tras el máximo alcanzado a mediados de la década de los noventa, la tasa de desempleo juvenil se ha reducido sustancialmente desde entonces y ha caído por debajo del nivel registrado en los años ochenta. Al mismo tiempo, la situación del mercado laboral de los trabajadores jóvenes con edades comprendidas entre 15 y 24 años ha mejorado a lo largo de las dos últimas décadas, en comparación con la del colectivo de entre 25 y 54 años (véase gráfico A).

Sin embargo, a pesar de estas mejoras generales en la zona del euro, la evolución continúa siendo desalentadora en varios aspectos. En primer lugar, en el 2007 la tasa de desempleo juvenil de la zona del euro siguió siendo más del doble de la tasa de paro de trabajadores con edades comprendidas

Gráfico A Desempleo en la zona del euro por grupos de edad

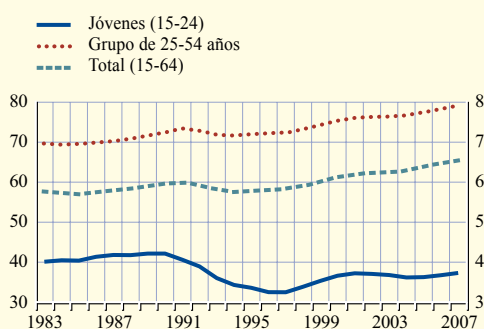
(parados porcentaje de la población activa)



Fuentes: Encuesta sobre la fuerza de trabajo europea de Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Empleo en la zona del euro por grupos de edad

(ocupados porcentaje de la población)



Fuentes: Encuesta sobre la fuerza de trabajo europea de Eurostat y cálculos del BCE.

Desempleo juvenil y en el grupo de 25-54 años en los países de la zona del euro (1983-2007)

	Desempleo juvenil (15-24)		Desempleo en el grupo de 25-54 años	
	Nivel (%) 2007	Variación (pp) desde 1983 hasta 2007	Nivel (%) 2007	Variación (pp) desde 1983 hasta 2007
Bélgica	19,2	-4,7	6,8	-2,7
Alemania	12,1	3,7	7,8	3,4
Irlanda	8,9	-12,5	4,0	-9,4
Grecia	22,0	-1,0	7,6	1,5
España	18,2	-22,3	6,9	-5,5
Francia	20,6	0,8	7,5	2,0
Italia	18,5	-10,4	5,0	0,7
Luxemburgo	14,9	9,0	3,4	1,4
Países Bajos	6,1	-15,0	2,5	-7,3
Austria	8,0	3,8	4,2	1,3
Portugal	15,3	-0,3	7,8	3,1
Eslovenia	7,9	n.d.	4,4	n.d.
Finlandia	21,6	3,4	5,3	0,4
Zona del euro	15,3	-4,9	6,6	0,6

Fuentes: Encuesta sobre la fuerza de trabajo europea de Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos corresponden al segundo trimestre, salvo en los casos de Francia y Austria, que corresponden al primer trimestre. El desempleo juvenil en España incluye al grupo de personas con edades comprendidas entre 16 y 24 años.

entre 25 y 54 años (el 15,3% frente al 6,6%). En segundo lugar, dentro de la población activa, el desempleo de larga duración afecta significativamente incluso a los jóvenes. En el 2007, en el conjunto de la zona del euro, a pesar del considerable descenso registrado en la última década, aproximadamente la cuarta parte de los parados de entre 15 y 24 años había estado desempleada durante más de un año. En tercer lugar, la probabilidad de que un joven con un nivel bajo de estudios pase a encontrarse desempleado continúa siendo muy elevada (el 18,9%); además, en las dos últimas décadas la tasa de desempleo de este colectivo se ha reducido considerablemente menos que en el caso de jóvenes con un alto nivel de estudios. En cuarto lugar, pese a que el paro juvenil disminuyó en el conjunto de la zona del euro, la tasa de desempleo juvenil aumentó de hecho en cinco países, a saber, Alemania, Francia, Luxemburgo, Austria y Finlandia, entre 1983 y el 2007 (véase cuadro).

El descenso de la tasa de desempleo juvenil en la zona del euro en las dos últimas décadas se ha visto acompañado por una disminución general de la tasa de ocupación juvenil (véase gráfico B). Aunque el número de jóvenes ocupados se ha incrementado desde mediados de la década de los noventa, no se han vuelto a recuperar los niveles registrados en los años ochenta¹, lo cual indica que hay más jóvenes que se están formando o que han desistido totalmente de buscar trabajo y han salido del mercado laboral. De hecho, la tasa de inactividad de este colectivo, es decir, la proporción de jóvenes que no están ni desempleados ni ocupados, aumentó en 6,2 puntos porcentuales entre 1983 y el 2007, hasta situarse en el 56%.

Diversos factores han contribuido al descenso del desempleo juvenil

Entre los factores determinantes del desempleo juvenil se incluyen las variaciones del entorno económico, los cambios demográficos, las instituciones y políticas del mercado de trabajo y el sistema

¹ Los jóvenes de la zona del euro están empleados principalmente en el sector servicios. Asimismo, hay más jóvenes que trabajadores de entre 25 y 54 años desempeñando trabajos temporales o con jornada a tiempo parcial, y esta diferencia ha aumentado en las dos últimas décadas. En el 2007, aproximadamente el 26% de los jóvenes ocupados trabajaba a tiempo parcial, mientras que la mitad (49,9%) eran asalariados con contratos temporales.

educativo². Los estudios de paneles de países indican que existe una relación positiva entre la proporción de jóvenes en el total de la población y la tasa de desempleo juvenil, es decir, con el envejecimiento de la población, la disminución de la proporción de jóvenes implica que el riesgo de que se encuentren en paro es más bajo. La tasa de desempleo juvenil también está relacionada con el entorno económico. Además, en varios países de la zona del euro parece que los estudios se han convertido en una alternativa cada vez más frecuente al paro. En cuanto a las instituciones del mercado de trabajo, parece que los elevados salarios mínimos y la legislación de protección del empleo tienen un efecto negativo sobre la evolución del mercado de trabajo de los jóvenes. Adicionalmente, el aumento del número de personas pertenecientes a este colectivo que poseen un título de formación profesional y, en menor medida, las altas puntuaciones reveladas en el estudio PISA de la OCDE³, se asocian con la reducción de las tasas de paro juvenil⁴. Sin embargo, es evidente que estos resultados no pueden recoger toda la complejidad de la relación entre los sistemas educativos y los resultados del mercado laboral.

Se necesitan políticas globales para continuar reduciendo el desempleo juvenil

Las políticas económicas deberían ir encaminadas a mejorar la empleabilidad de los jóvenes, con el fin de reducir los niveles excesivamente elevados de desempleo juvenil. Ello implica la necesidad de realizar ajustes adicionales en las instituciones del mercado de trabajo, ya que la legislación de protección del empleo, la falta de flexibilidad de las jornadas laborales y las rigideces salariales, como el salario mínimo, impuestos por las instituciones pueden constituir una barrera a las oportunidades de empleo de los jóvenes. Generalmente, un alto nivel de estudios desempeña un papel importante a la hora de favorecer el empleo juvenil, especialmente ante la creciente importancia de los avances tecnológicos y la mayor demanda de mano de obra altamente cualificada. Los gobiernos pueden contribuir favorablemente a que los jóvenes pasen de su etapa de formación al mercado de trabajo de forma fluida proporcionando un buen sistema educativo, por una parte, y creando un entorno empresarial que permita rentabilizar suficientemente la inversión en educación, por otra. Esto favorece los incentivos para proporcionar capacitación, impidiendo que los jóvenes simplemente salgan del mercado, y, por tanto, debería tender a reducir el riesgo de exclusión social.

2 Véase, por ejemplo, D. B. Blanchflower y R. B. Freeman (2000), «Youth employment and joblessness in advanced countries», University of Chicago Press, Chicago.

3 Véase, por ejemplo, OCDE (2007), «Education at a glance», Paris.

4 Para más información, véase N. Leiner-Killinger y R. Gomez Salvador, «An analysis of youth unemployment in the euro area», Occasional Paper de BCE n.º 89, junio del 2008.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La economía de la zona del euro está atravesando actualmente una fase de débil actividad económica, caracterizada por unos precios de las materias primas elevados, que afectan a la confianza de los consumidores y a la demanda, y por un crecimiento moderado de la inversión. Sin embargo, el descenso estimado del PIB real en el segundo trimestre del 2008 (-0,2%), representa, en parte, una reacción técnica al acusado crecimiento observado en el primer trimestre (0,7%), cuando sobre todo las buenas condiciones meteorológicas en algunas partes de Europa impulsaron la actividad constructora. Esta volatilidad de las tasas intertrimestrales acentuó, hasta cierto punto, el debilitamiento del crecimiento del PIB.

De cara al futuro, se espera que a la fase actual le siga una recuperación gradual. En concreto, en caso de que persista, el descenso de los precios del petróleo desde el máximo registrado en julio contribuirá a reforzar la renta real disponible, mientras que, desde una perspectiva histórica, el nivel de empleo se mantendrá alto y la tasa de desempleo, baja. Se espera, también, que el crecimiento de la economía mundial siga dando pruebas de relativa fortaleza, beneficiándose principalmente del sólido crecimiento de las economías emergentes. Este hecho debería sostener la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro y la inversión. Estas perspectivas se ven también reflejadas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2008, que apuntan a un crecimiento medio interanual del PIB real situado entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008 y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2008, los intervalos se han desplazado a la baja (véase recuadro 11).

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada y, en general, persisten los riesgos a la baja. Estos riesgos derivan, en particular, de nuevos incrementos de los precios de la energía y los alimentos, que pueden moderar el consumo y la inversión. Además, siguen estando relacionados con la posibilidad de que las tensiones de los mercados financieros tengan un efecto más negativo de lo previsto sobre la economía real. La posible evolución desordenada de la economía, debido a los desequilibrios mundiales, también conlleva, al igual que la preocupación por un aumento de las presiones proteccionistas, riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica.

Recuadro 11

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

A partir de los datos disponibles hasta el 22 de agosto de 2008, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008 y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008 y entre el 2,3% y el 2,9% en el 2009.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en los futuros de mercado, considerados hasta el 14 de agosto de 2008². El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en

- 1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001). Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, para cada variable se presentan intervalos que, a partir de la presente publicación, corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta nueva técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB/Eurosystem staff projection ranges», que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del 2009. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta mediados del 2009 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

los tipos de interés de los futuros³. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 4,8% en el 2008 y del 4,5% en el 2009. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un nivel medio del 4,5% en el 2008 y del 4,6% en el 2009. El escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el período considerado en las mismas, los diferenciales de los préstamos bancarios continuarán siendo amplios, como reflejo de la persistencia de la elevada percepción del riesgo en los mercados financieros. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 115,1 dólares estadounidenses por barril en el 2008, y en 120,8 en el 2009. Se considera que los precios internacionales de los alimentos, en dólares estadounidenses, se incrementarán un 42,8% en el 2008 y un 6,9% en el 2009. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias) aumentarían previsiblemente un 10,6% en el 2008 y un -1,8% en el 2009.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán sin variación en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situaría en 1,53 en el 2008 y en 1,52 en el 2009, y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 6,1% superior a la media del 2007 y en el 2009 un 0,2% inferior a la media del 2008.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro, a fecha de 21 de agosto de 2008, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas y muy probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

Tras un primer semestre relativamente estable, se espera que el crecimiento de la actividad económica mundial se debilite en el segundo semestre del 2008, debido en gran medida a la incidencia retardada de los elevados precios de las materias primas y a las expectativas de falta de dinamismo del crecimiento en Estados Unidos, con sus consiguientes efectos indirectos sobre otras economías, en particular sobre las avanzadas. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones, se estima que el crecimiento de los mercados emergentes continuará viéndose favorecido por la fortaleza de la demanda interna. Se proyecta que, desde el inicio del 2009, tanto el crecimiento económico mundial como la demanda externa de la zona del euro se recuperen de forma gradual. En conjunto, las proyecciones indican que el crecimiento anual del PIB real mundial excluyendo la zona del euro, tras haber alcanzado el 5,1% en el 2007, se reducirá hasta el 4,1% en el 2008 y el 3,7% en el 2009. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se moderará desde el 6,4% registrado en el 2007 hasta el 5,2% en el 2008, recuperándose hasta alcanzar el 5,7% en el 2009.

3 A partir de las presentes proyecciones, las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros del EURIBOR. El antiguo método, basado en los tipos a plazo implícitos, se había ido desviando de forma creciente de los futuros del EURIBOR a plazos cortos desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto del 2007 y, en consecuencia, se percibió que había perdido representatividad en cuanto a las expectativas de los mercados para la trayectoria futura de los tipos de interés medidos por el EURIBOR a tres meses. Las diferencias entre el método antiguo y el nuevo se detallan en la nota metodológica del recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» del Boletín Mensual de marzo del 2007.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

En el contexto de debilitamiento de la actividad externa, de fortaleza del tipo de cambio del euro y de continuación del elevado nivel de los precios de las materias primas, se espera que el crecimiento anual del PIB real de la zona del euro se reduzca en el 2008, tras dos años de tasas superiores a su potencial. Por tanto, el crecimiento anual del PIB real, tras haber alcanzado el 2,6% en el 2007, se situaría, en promedio, entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008 y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. La ralentización esperada en el periodo que abarcan las proyecciones refleja el menor crecimiento tanto de las exportaciones como de la demanda interna. Se proyecta que el estancamiento del empleo, el encarecimiento de las materias primas y los efectos adversos de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda afecten al consumo privado. Cabe esperar que el aumento de los costes de financiación, la reducción de los márgenes de beneficios, la debilidad de la demanda y la situación del mercado de la vivienda en algunos países moderen de forma sustancial el dinamismo de la inversión. Durante el 2009, el repunte proyectado del crecimiento del PIB se ve respaldado por el supuesto de que el incremento de los precios de las materias primas será menor y de que el entorno exterior se volverá más favorable.

Proyecciones sobre precios y costes

La tasa de inflación interanual medida por el IAPC aumentó adicionalmente en el primer semestre del 2008, se situó en el 4,0% en julio del 2008 y, según la última estimación preliminar de Eurostat, se moderó hasta el 3,8% en agosto. En cuanto al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC se desacelere lentamente y que la tasa media de variación del IAPC se sitúe entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008. Sobre la base de los futuros correspondientes, se estima que las presiones sobre la inflación general derivadas de los precios del petróleo y otras materias primas y de su transmisión a los precios de consumo se atenuarán con el tiempo. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, las proyecciones se basan en la expectativa de un aumento adicional del crecimiento salarial en el 2008, tras el significativo incremento que viene experimentando desde mediados del 2007, como reflejo de la mayor subida salarial en los convenios colectivos, tanto en el sector privado como en el público. Todo ello, unido a la incidencia adicional del descenso cíclico de la productividad del trabajo, contribuye en gran medida a un aumento del crecimiento de los costes laborales unitarios en el 2008. No obstante, las proyecciones indican que estas presiones sobre los costes labo-

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2007	2008	2009
IAPC	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
PIB real	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
Consumo privado	1,6	0,5-0,9	0,6-1,6
Consumo público	2,3	1,5-1,9	1,3-1,9
Formación bruta de capital fijo	4,4	0,9-2,3	-0,7-2,1
Exportaciones (bienes y servicios)	6,1	2,9-4,5	2,4-4,6
Importaciones (bienes y servicios)	5,4	2,4-3,8	2,0-5,0

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

2) En los intervalos referidos al 2009, las proyecciones incluyen a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

rales unitarios se verán ampliamente compensadas en el 2008 por las variaciones de los márgenes de beneficios, en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas. Se estima que en el 2009 la inflación medida por el IAPC se situará entre el 2,3% y el 2,9%. Esta proyección se basa en el supuesto de que el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuirá al moderarse levemente el crecimiento de los salarios en el 2009, como reacción retardada ante el debilitamiento de la actividad económica, mientras que la productividad se recuperará con el ciclo.

Comparación con las proyecciones de junio del 2008

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio del 2008, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real se han ajustado a la baja tanto para el 2008 como para el 2009, dado que los datos más recientes implican un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo, que incide en especial en la demanda interna.

Los intervalos proyectados para la tasa de variación anual del IAPC en el 2008 y el 2009 se sitúan ahora en el tramo superior de los intervalos anteriores, debido principalmente a que el aumento de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos y los servicios, ha resultado ser mayor al contemplado en la proyecciones de junio del 2008.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2007	2008	2009
PIB real - Junio 2008	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0
PIB real - Septiembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
IAPC - Junio 2008	2,1	3,2-3,6	1,8-3,0
IAPC - Septiembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

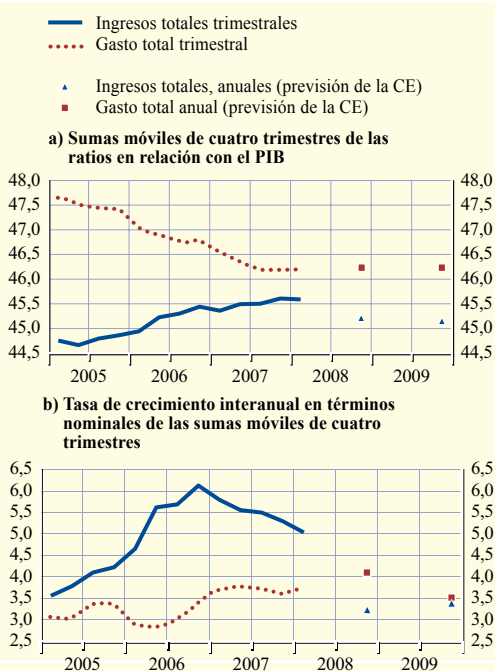
Las perspectivas relativas a las finanzas públicas de la zona del euro apuntan a un deterioro del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas. Este deterioro se ha visto impulsado principalmente por la caída de los ingresos públicos, reflejo de recortes discrecionales de impuestos, por un lado, y de un entorno macroeconómico menos favorable, por otro. Los Gobiernos de los países de la zona del euro que todavía no han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo (MTO, en sus siglas en inglés) deben asegurarse de que los proyectos de leyes presupuestarias para el 2009 incluyan las medidas correctoras necesarias para garantizar que se realice progresos hacia el saneamiento de las finanzas públicas, preferiblemente en lo que respecta al gasto. Los países que han conseguido su objetivo presupuestario a medio plazo deben mantener unas posiciones estructurales sólidas. A este respecto, la experiencia pasada indica que las desviaciones del gasto con frecuencia han hecho que determinados países de la zona del euro incumplan los objetivos presupuestarios anunciados. Por consiguiente, las medidas que se adopten deben basarse en estrategias a medio plazo que sean creíbles y estén adecuadamente especificadas, así como en un control más riguroso del gasto.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PERSPECTIVAS PARA EL 2008

Las estadísticas trimestrales más recientes de las finanzas públicas, disponibles hasta el primer trimestre del 2008, tienden a confirmar que, tras cuatro años de disminución, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro ha vuelto a aumentar este año, como esperaban la Comisión Europea y otras instituciones internacionales en la primavera del 2008. Los datos de la zona del euro muestran que el acusado crecimiento de los ingresos públicos registrado en años anteriores, en un entorno macroeconómico generalmente favorable, se ha moderado de manera constante desde el primer trimestre del 2007, y se prevé que siga desacelerándose este año. En cambio, hasta la fecha, el ritmo de crecimiento del gasto público ha sido más contenido que el de los ingresos, aunque se espera que sea más intenso en el futuro (véase gráfico 51). También se prevé que las perspectivas presupuestarias estén principalmente determinadas por un entorno macroeconómico en fase de deterioro, pero también por recortes discrecionales de los impuestos y de las cotizaciones sociales.

Se prevé que la orientación de la política presupuestaria de la zona del euro en términos de la variación del saldo primario ajustado de ciclo sea expansiva en el 2008, así como que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe su trayectoria descendente, pese a la reducción de los superávit primarios. En general, la mejora observada recientemente en las finanzas públicas, que llevó a la suspensión de todos los procedimientos de déficit excesivo contra países de la zona del euro que permanecían abiertos, parece haber llegado a su fin y es probable que cambie de signo en el 2008.

Gráfico 51 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2008. Nota: Los gráficos muestran la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período I 2005-IV 2007, más las previsiones anuales para el 2008 y el 2009 obtenidas de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera del 2008.

EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA ACTUAL Y PLANES PARA EL 2009 Y PARA AÑOS POSTERIORES

En este contexto, es posible que varios países de la zona del euro experimenten dificultades para alcanzar los objetivos presupuestarios que fijaron en las actualizaciones de sus programas de estabilidad de finales del 2007 y principios del 2008, aunque en algunos casos estos objetivos no eran muy ambiciosos. Varios países han anunciado revisiones de sus objetivos presupuestarios para el 2008, con el fin de reflejar los cambios producidos en el entorno macroeconómico. Las peores perspectivas económicas también influyen en los planes presupuestarios para el año que viene y años posteriores. La mayor parte de los países están preparando sus borradores de presupuestos para el ejercicio 2009 y actualizando sus planes presupuestarios a medio plazo. No obstante, como todavía no se dispone de la información completa sobre estos planes, en estos momentos sólo puede realizarse una valoración provisional de las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro. El análisis que figura a continuación sobre la evolución y los planes presupuestarios se limita a los países más grandes de la zona y a aquellos con cambios importantes en sus perspectivas presupuestarias.

En Alemania, el Ministerio de Economía y Hacienda publicó en julio el borrador de los presupuestos federales y las cifras de referencia del plan presupuestario a medio plazo. Según estas previsiones actualizadas, que tienen en cuenta la moderación del crecimiento económico, se espera que, en el período 2009-2011, el gasto federal sea ligeramente superior al estimado en el plan presupuestario del año pasado, debido, principalmente, a incrementos del gasto en áreas como la protección del medio ambiente e infraestructuras de transporte. Sin embargo, el Gobierno espera que el gasto adicional se vea compensado, en parte, por el aumento de los ingresos procedentes de la venta de certificados de derechos de emisión de dióxido de carbono y de la subida prevista de los peajes para los vehículos de transporte pesado. Se ha reconfirmado el objetivo de la Administración Federal de alcanzar el equilibrio presupuestario en el 2011. Las proyecciones relativas al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en el 2008 se han revisado al alza, pasando de un déficit del 0,5% del PIB a una posición próxima al equilibrio. Se espera que el presupuesto de las Administraciones Públicas registre una situación de equilibrio en el 2009 y que continúe mejorando en el 2010 y en los años siguientes, en consonancia con los objetivos fijados en la actualización del programa de estabilidad de diciembre del 2007.

En Francia, el Gobierno adoptó en julio una serie de medidas que afectaron a los mercados de bienes y a la legislación tributaria y laboral, con el fin de modernizar la economía y ampliar la jornada laboral. Aunque el Gobierno estima que estas medidas aumentarán el crecimiento del PIB potencial y reducirán la inflación, su efecto presupuestario no está claro actualmente. Es posible que el proyecto de ley de presupuestos que se presentará a finales de septiembre del 2008 contemple nuevas modificaciones del sistema impositivo y de las cotizaciones y contribuciones sociales, aunque los detalles y el calendario todavía son bastante inciertos. Como consecuencia del crecimiento negativo del PIB real registrado en el segundo trimestre del 2008 y de la preocupación más generalizada acerca de las perspectivas presupuestarias para este ejercicio, el Gobierno está volviendo a revisar al alza su objetivo de que el déficit de las Administraciones Públicas sea del 2,5% del PIB en el 2008 y se reduzca hasta el 2% en el 2009. Ya en los primeros meses de este año, estos objetivos se revisaron al alza, desde el 2,3% del PIB para el 2008 y el 1,7% para el 2009, respectivamente, en la actualización del programa de estabilidad de finales del 2007. El objetivo a medio plazo de Francia de alcanzar una situación presupuestaria equilibrada no se alcanzará hasta el 2012.

En Italia, el Parlamento aprobó en agosto un paquete de medidas fiscales que se aplicarán durante tres años y que incluyen medidas para reducir el déficit, tanto del lado de los ingresos como del gasto, que equivaldrá a alrededor del 2% del PIB, en cifras acumuladas, en el período 2009-2011. Las medidas que

se aplicarán en el 2009 consistirán principalmente en subidas del impuesto de sociedades a las empresas petrolíferas, a las empresas de seguros y a las entidades de crédito. La mayor parte de las reducciones del gasto están previstas para el período 2010-2011, y deben llevarse a cabo limitando el gasto en la Administración Central, así como en las Administraciones Locales, y el gasto en atención sanitaria. En particular, el gasto que representan los salarios públicos se mantendrá bajo control imponiendo mayores límites a las sustituciones de empleados que abandonen el sector público y a la renovación de contratos de trabajo. Además, los recortes de la inversión pública, que ascenderán a aproximadamente un punto porcentual del PIB, se introducirán gradualmente durante tres años. Aunque el Gobierno ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB real para el 2008, desde el 1,5% previsto en el programa de estabilidad hasta el 0,5%, espera que el paquete de medidas fiscales consiga que el déficit de las Administraciones Públicas inicie una trayectoria descendente con el objetivo de que se sitúe en el 2,5% del PIB en el 2008 y se reduzca hasta el 2% del PIB en el 2009, el 1% en el 2010 y el 0,1% en el 2011. Estos objetivos son algo menos ambiciosos que los previstos en el último programa de estabilidad para el 2008 y el 2009 (el 2,2% y el 1,5% del PIB, respectivamente), mientras que se ha confirmado el objetivo de alcanzar un saldo presupuestario estructural equilibrado en el 2011.

En España es probable que el considerable superávit presupuestario de las Administraciones Públicas registrado en el 2007 (el 2,2% del PIB) se convierta en déficit en el 2008, dada la importante revisión a la baja de las previsiones de actividad económica presentada por el Gobierno en julio (la previsión de crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja, hasta el 1,6%, desde el 3,3% fijado en la actualización del programa de estabilidad de finales del 2007), aunque el objetivo de un superávit de las Administraciones Públicas del 1,2% del PIB todavía no se ha revisado oficialmente. El deterioro de las perspectivas para las finanzas públicas está asociado, principalmente, al debilitamiento de la economía, pero también al paquete de medidas discrecionales de estímulo fiscal aprobado por el Gobierno en abril. Estas medidas, junto con los efectos retardados de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto de sociedades aprobada en el 2007, se traducirían en una pérdida estimada de ingresos de más del 1% del PIB en el 2008, y una nueva caída en el 2009. Además, existe un grado de incertidumbre considerable en torno al carácter transitorio de una parte sustancial del acusado crecimiento de los ingresos públicos observado en los últimos años (vinculado al auge del sector inmobiliario). El Gobierno pretende introducir una serie de medidas fiscales adicionales en el 2008-2009 cuyo impacto resulta difícil de determinar en la coyuntura actual.

En Irlanda, el Gobierno ha declarado que actualmente el nivel de ingresos fiscales en el 2008 es muy inferior a lo esperado, debido a la considerable desaceleración de la actividad económica provocada por un mercado de la vivienda mucho más débil. Como consecuencia del fuerte descenso de los ingresos fiscales, así como de las crecientes presiones sobre el gasto, atribuibles principalmente al aumento del desempleo, la previsión de julio del Gobierno irlandés para el 2008 sitúa el déficit en el 2,75% del PIB, frente al 0,9% indicado en su programa de estabilidad de diciembre del 2007. Aunque se han anunciado medidas correctoras y se están considerando otras medidas adicionales, subsiste un elevado riesgo de que Irlanda incumpla el objetivo del valor de referencia del 3% del PIB.

NECESIDAD DE UN CONTROL MÁS RIGUROSO DE LA EVOLUCIÓN DEL GASTO

La información más reciente basada en las estadísticas trimestrales de las finanzas públicas y la evolución presupuestaria observada en los últimos meses en varios países de la zona del euro indican que el crecimiento de los ingresos públicos está cayendo con rapidez, como consecuencia de la desaparición de los ingresos extraordinarios de los dos años anteriores. Este es especialmente el caso de España e Irlanda, donde estos ingresos han disminuido de manera más acusada de lo esperado, lo que ha dado lugar a importantes revisiones de sus planes presupuestarios. Los factores determinantes de que este

período de ingresos extraordinarios haya terminado están relacionados fundamentalmente con el deterioro del entorno macroeconómico y con el fin del auge del sector inmobiliario en algunos países.

Es lamentable que algunos países hayan utilizado parte de los ingresos extraordinarios obtenidos en los últimos años para financiar aumentos del gasto o recortes de impuestos, en lugar de intensificar el ritmo de reducción del déficit y de la deuda con el fin de acelerar el ajuste hacia la consecución del objetivo presupuestario a medio plazo. Esto ha hecho que su margen de maniobra presupuestario disminuya este año y los siguientes.

En respuesta a la desaceleración cíclica, los países que han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo pueden dejar que los estabilizadores automáticos actúen sin restricciones al mismo tiempo que mantienen unas posiciones estructurales sólidas. Cuantos más países de la zona del euro se encuentren en esa posición, mayor margen habrá para que los estabilizadores automáticos funcionen libremente en la zona del euro en su conjunto, reduciendo con ello las fluctuaciones económicas de carácter cíclico.

En cuanto a los países que todavía no han alcanzado el objetivo presupuestario a medio plazo, el deterioro previsto de las finanzas públicas hace necesario que se realicen mayores progresos en materia de saneamiento presupuestario. En la coyuntura actual, a falta de medidas correctoras, los déficits relativamente elevados de las Administraciones Públicas previstos en varios países de la zona del euro no proporcionan márgenes de seguridad suficientes para el 2008 y los años posteriores. Algunos países incluso corren el riesgo de superar el 3% del PIB establecido como valor de referencia en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esta perspectiva indujo a la Comisión Europea a publicar una recomendación el 28 de mayo de 2008 en la que proporcionaba asesoramiento sobre la política económica y presupuestaria de Francia.

Es esencial cumplir los planes de reducción del gasto que varios países han anunciado en sus programas de estabilidad. La experiencia demuestra que los resultados presupuestarios reales tienden a desviarse de los planes presentados en los programas de estabilidad, y un análisis detallado realizado por la Comisión Europea indica que esto se debe, en gran parte, a desbordamientos del gasto¹. Una característica generalizada de los países de la zona del euro ha sido un crecimiento del gasto sistemáticamente superior al fijado como objetivo.

A la vista de este análisis, todos los países de la zona del euro deberían controlar con mayor rigor la evolución del gasto. Hay más probabilidades de que las restricciones al gasto sean eficaces si están respaldadas por normas sobre gasto creíbles, adecuadamente elaboradas y definidas a medio plazo. También es fundamental contar con unas instituciones presupuestarias nacionales sólidas que promuevan el cumplimiento de los compromisos europeos para evitar que las desviaciones del gasto se repitan y garantizar la disciplina presupuestaria. En términos más generales, las mejoras en la calidad del gasto público, y particularmente en la eficiencia de las Administraciones Públicas y en la prestación de servicios públicos, deberían tener efectos macroeconómicos y presupuestarios positivos.

1 Véase Comisión Europea, «Public finances in EMU – 2008», recuadro I.3.1, pp. 40-41.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras la apreciación registrada a principios del 2008, el euro prácticamente se estabilizó y, desde primeros de agosto, ha experimentado una acusada depreciación. El 3 de septiembre de 2008, se situaba, en términos efectivos, un 4,5% por encima de la media del 2007.

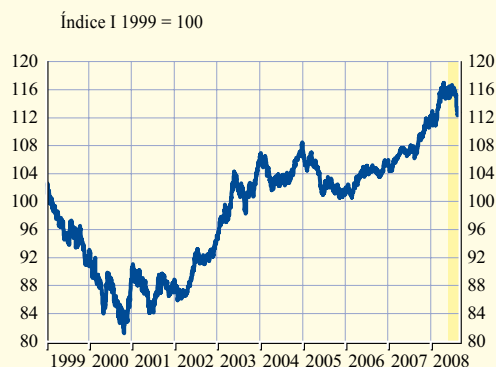
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

La evolución del tipo de cambio del euro desde principios del 2008 ha reflejado, en gran medida, los cambios en las expectativas de los mercados respecto a la capacidad de resistencia relativa de las principales áreas económicas frente a la desaceleración mundial en curso. En marzo y gran parte de abril,

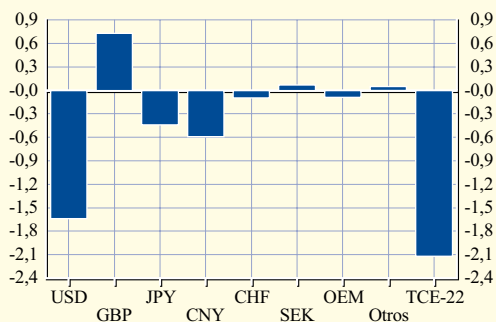
pareció prevalecer una evaluación positiva de los mercados respecto a las perspectivas económicas relativas de la zona del euro, alcanzando la cotización de la moneda única un máximo histórico el 23 de abril de 2008. Posteriormente, fluctuó sin seguir una tendencia clara durante unos meses en torno a niveles moderadamente inferiores al máximo. En agosto, el euro se depreció en términos efectivos, como consecuencia, en gran medida, de la fuerte depreciación registrada frente al dólar estadounidense, tras la reevaluación de la situación económica de Estados Unidos en relación con las otras principales áreas económicas. El 3 de septiembre de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22

Gráfico 52 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de mayo de 2008 al 3 de septiembre de 2008
(en puntos porcentuales)



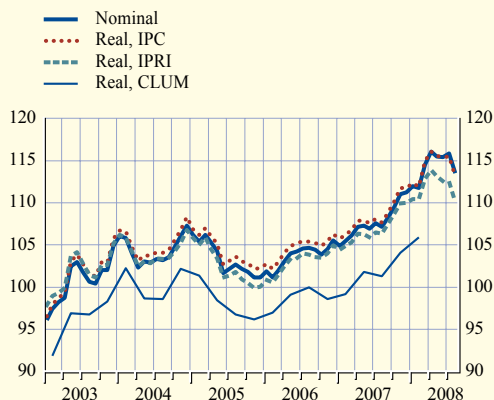
Fuente: BCE.

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.

Gráfico 53 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-22 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto del 2008. En el caso de los TCE-22 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al primer trimestre del 2008.

de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,1% por debajo del nivel observado a finales de mayo y un 4,5% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 52).

La depreciación del euro en términos efectivos ha sido más bien generalizada en los últimos tres meses, habiéndose registrado un descenso del tipo de cambio frente a las monedas de la mayoría de los socios comerciales con las notables excepciones de la corona sueca, la libra esterlina, el won coreano y el dólar australiano, frente a las que el euro se apreció un 1,5%, un 3,5%, un 4% y un 7%, respectivamente. Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, en agosto del 2008, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en promedio, en torno a un 4% por encima del nivel medio observado en el 2007, sobre la base de la evolución de los precios de consumo y los precios industriales (véase gráfico 53).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

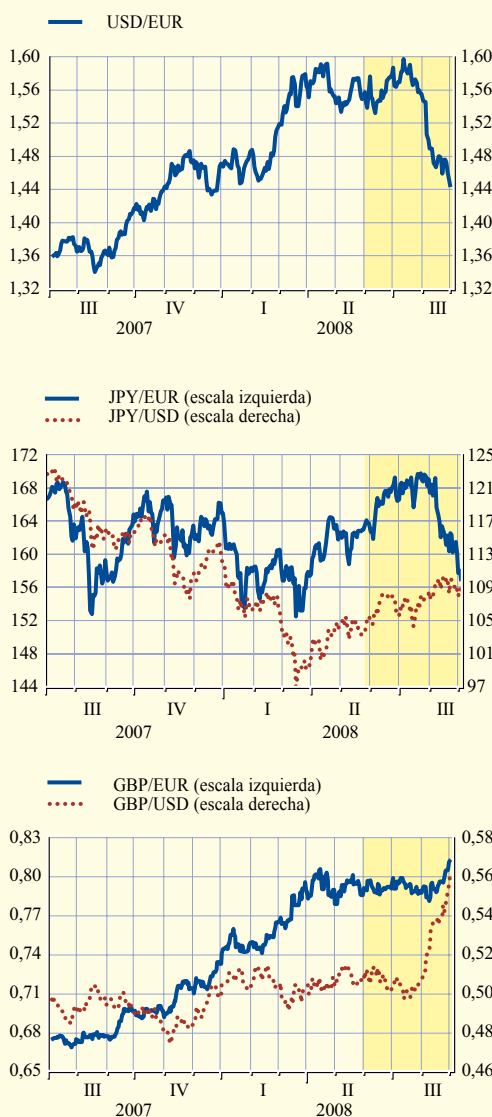
Tras estabilizarse, en general, entre finales de noviembre del 2007 y principios de febrero del 2008, el euro se apreció a un ritmo más bien rápido, lo que refleja, básicamente, las expectativas de los mercados respecto a un aumento de los diferenciales de tipos de interés asociado a los indicios de que la economía de la zona del euro mostraba una capacidad de resistencia relativamente mayor frente a la recesión mundial. La moneda única registró sucesivos máximos históricos frente al dólar estadounidense el 23 de abril y el 15 de julio de 2008 situándose en 1,599 dólares. Sin embargo, a primeros de agosto, el euro experimentó un debilitamiento más bien acusado frente al dólar, principalmente en relación con un cambio en las percepciones respecto a las perspectivas económicas relativas tanto de Estados Unidos como de la zona del euro. El 3 de septiembre de 2008, el euro cotizaba a 1,44 dólares estadounidenses, es decir, un 6,9% por debajo del nivel observado a finales de mayo y un 5,4% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 54).

YEN JAPONÉS/EURO

El euro ha fluctuado de forma más bien amplia frente al yen japonés desde principios del 2008, dentro de un intervalo de 152 a 169 yenes por euro. La moneda única se depreció rápidamente en enero y, a partir de entonces, prácticamente se estabilizó. Sin embargo, a finales de marzo, inició una tendencia a la apreciación, que se mantuvo

Gráfico 54 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

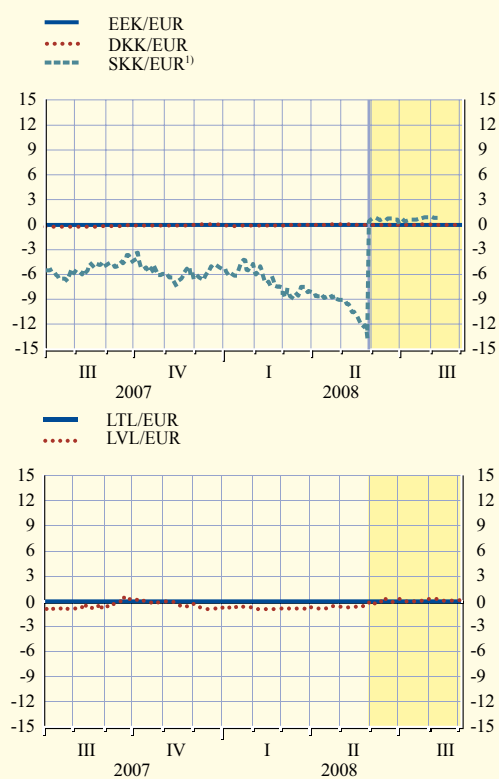
Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 30 de mayo de 2008 y el 3 de septiembre de 2008.

hasta principios de agosto. Posteriormente, la reevaluación de las perspectivas de crecimiento relativas de las diversas áreas económicas parece haber afectado también al tipo de cambio entre el yen y el euro, dando lugar a una depreciación de este último. Al parecer, la volatilidad del tipo de cambio entre las dos monedas ha reflejado no sólo un cambio en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas económicas relativas, sino también sus expectativas en relación con la volatilidad de los precios de los activos. Estas últimas han influido en la rentabilidad esperada de las operaciones de *carry trade*, es decir, operaciones consistentes en contraer préstamos en una moneda de baja rentabilidad en términos de tipos de interés (como el yen japonés) e invertir el producto en una moneda que, en dichos términos, ofrezca una elevada rentabilidad. La volatilidad del tipo de cambio entre el yen y el euro ha presentado oscilaciones inusualmente grandes desde el verano del 2007, alcanzando un máximo en marzo del 2008 para, posteriormente, reducirse durante el verano hasta situarse en el nivel medio observado desde 1999. En general, un descenso de la volatilidad esperada del tipo de cambio del yen japonés hace que éste resulte más atractivo como moneda de financiación, lo que tiende a ejercer presión a la baja sobre la moneda japonesa y viceversa. En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente al yen japonés

hasta situarse, el 3 de septiembre de 2008, en 156,75 yenes, es decir, un 4,3% por debajo del nivel observado a finales de mayo y un 2,8% por debajo de la media del 2007 (véase gráfico 54).

Gráfico 55 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 $\pm 15\%$.

1) La línea vertical indica el 29 de mayo de 2008, fecha en que la paridad central de la corona eslovaca se revaluó de 35,4424 a 30,1260 coronas por euro.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los ocho primeros meses del 2008, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables frente al euro y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 55), con la excepción de la corona eslovaca, frente a la cual el euro se depreció hasta finales de mayo del 2008, cuando la paridad central de la corona dentro del MTC II se revaluó un 17,6472% con efectos a partir del 29 de mayo. El 3 de septiembre de 2008, la moneda eslovaca cotizaba a 30,29 coronas por euro, es decir, un 0,5% por encima de su nueva paridad central, que el Consejo de la UE determinó el 8 de julio de 2008.

De todas las demás monedas que participan en el MTC II (la corona danesa, la corona estonia, la litas lituana y el lats letón), sólo el lats letón ha presentado cierta variabilidad. Aunque la moneda letona se ha mantenido en la zona más fuerte de la banda de fluctuación, se ha ido desplazando progresivamente hacia la paridad central y, el 3 de septiembre de 2008, cotizaba en un nivel muy próximo a dicha paridad.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II,

el euro se apreció frente a la libra esterlina entre febrero y abril del 2008, posiblemente como consecuencia de la preocupación de los mercados por las perspectivas de la economía del Reino Unido y por la exposición del sistema financiero británico a los riesgos derivados de las turbulencias en los mercados financieros mundiales. Tras estabilizarse prácticamente, a finales de agosto el euro volvió a apreciarse frente a la libra esterlina, reflejando la caída de la confianza de los mercados en la fortaleza de la economía británica. El euro también se apreció un 1,5% frente a la corona sueca entre finales de mayo y el 3 de septiembre. Por el contrario, se depreció un 2,3% frente al leu rumano, un 1,2% frente a la corona checa y un 1,0% frente al forint húngaro.

OTRAS MONEDAS

El euro se depreció frente al franco suizo en los tres primeros meses del 2008, recuperó parte del terreno perdido en abril y mayo y se estabilizó a partir de entonces. El 3 de septiembre de 2008, el euro cotizaba a 1,61 francos suizos, es decir, un 1,4% por debajo del nivel observado a finales de mayo. Al parecer, la evolución del euro frente al franco suizo ha guardado relación con la corrección de las posiciones asumidas en las operaciones de *carry trade* ya que, al igual que el yen japonés, el franco suizo se ha utilizado como moneda de financiación en este tipo de operaciones financieras.

Entre finales de mayo y el 3 de septiembre de 2008, el euro se apreció un 1,3% frente a la corona noruega y se depreció frente a las monedas de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro, con la excepción del won coreano, frente al que se apreció un 4%. Desde finales de mayo, la moneda única se ha depreciado un 8,2% frente al yuan chino y un 1,9% frente al dólar de Singapur.

6.2 BALANZA DE PAGOS

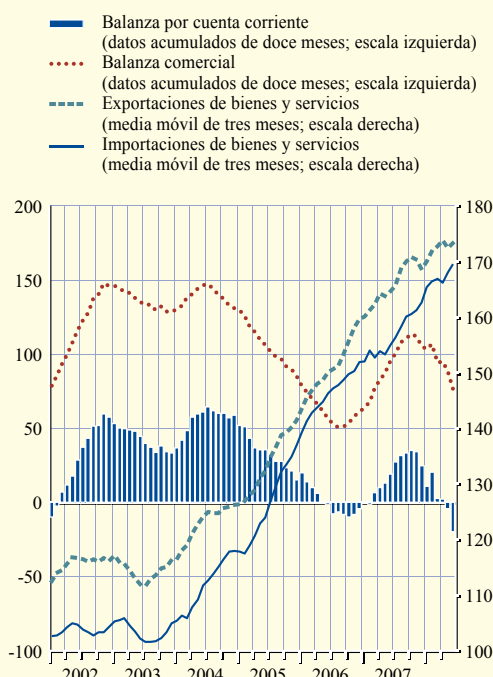
La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses, hasta junio del 2008, registró un déficit de 19,6 mm de euros (0,2% del PIB), en comparación con el superávit de 19,0 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, un incremento del déficit de la balanza 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 54,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta junio del 2008, frente a las entradas netas de 200,4 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio en la dirección de los flujos tuvo, en gran medida, su origen en una reducción de las compras netas de valores de la zona del euro por parte de inversores no residentes.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Por segundo mes consecutivo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit, que se elevó a 19,6 mm de euros (en cifras

Gráfico 56 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Cuadro 9 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en	
	2008	2008	2007	2007	2008	2008	2007	2008
	May	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Jun	Jun
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,5	-8,2	3,3	-1,4	-4,3	-4,1	19,0	-19,6
Bienes	-2,2	-2,0	5,2	2,0	0,7	1,0	50,5	26,8
Exportaciones	130,7	131,3	128,1	127,2	131,1	132,6	1.457,3	1.556,8
Importaciones	132,9	133,3	122,9	125,1	130,4	131,6	1.406,7	1.530,0
Servicios	3,2	1,5	4,7	4,0	5,2	2,8	44,5	49,8
Exportaciones	40,7	40,1	41,9	41,5	41,7	40,8	462,5	497,4
Importaciones	37,5	38,6	37,2	37,5	36,5	38,0	418,0	447,7
Rentas	-0,7	-1,2	0,8	0,8	-0,7	-1,3	4,1	-1,4
Transferencias corrientes	-5,8	-6,5	-7,4	-8,3	-9,4	-6,5	-80,0	-94,8
Cuenta financiera¹⁾	45,3	15,7	32,5	-26,8	6,4	26,4	83,6	115,4
Total inversiones directas y de cartera netas	13,5	32,2	8,1	-22,2	-10,5	6,5	200,6	-54,3
Inversiones directas netas	-8,8	-22,0	-13,6	-1,4	-34,9	-17,7	-171,6	-203,2
Inversiones de cartera netas	22,2	54,2	21,7	-20,8	24,5	24,2	372,2	148,9
Acciones y participaciones	6,6	6,7	8,6	-16,1	30,9	-3,1	237,6	61,1
Valores distintos de acciones	15,7	47,5	13,1	-4,7	-6,5	27,3	134,6	87,8
Bonos y obligaciones	37,2	19,6	2,6	7,6	13,6	19,5	182,7	130,2
Instrumentos del mercado monetario	-21,5	27,9	10,5	-12,3	-20,1	7,8	-48,1	-42,4
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-3,2	-0,0	3,3	-0,8	2,4	0,3	10,9	7,0
Importaciones	2,4	0,9	3,4	1,6	2,6	1,6	8,9	8,4
Bienes								
Exportaciones	-3,7	0,4	3,1	-0,7	3,1	1,1	11,7	6,8
Importaciones	3,3	0,3	4,0	1,8	4,2	0,9	9,0	8,8
Servicios								
Exportaciones	-1,6	-1,5	3,8	-0,9	0,4	-2,2	8,2	7,5
Importaciones	-0,6	2,9	1,3	1,0	-2,8	4,0	8,8	7,1

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.

desestacionalizadas y ajustadas por días laborables) en junio del 2008, lo que equivale a un 0,2% del PIB, frente al superávit de 19,0 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo tuvo, en gran medida, su origen en un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes, una contracción del superávit de la balanza de bienes y un cambio de superávit a déficit en la balanza de rentas, que sólo se compensaron ligeramente con un aumento del superávit de la balanza de servicios (véase gráfico 56).

El déficit acumulado de doce meses de la balanza de transferencias corrientes (94,8 mm de euros), que casi se ha duplicado en magnitud desde el comienzo del 2003, tuvo su origen, principalmente en los déficit registrados frente a las instituciones de la UE y los países que no forman parte del G-10 ni de la Unión Europea y, en gran medida, estuvo determinado por las salidas de asistencia externa y remesas de los trabajadores. La caída del superávit de la balanza de bienes (23,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio del 2008 en comparación con el mismo período del año anterior) fue un fenómeno más reciente, que se debió, fundamentalmente, a una combinación de dos factores: el debilitamiento de las exportaciones y el sólido crecimiento de las importaciones. En el segundo trimestre del 2008, en un contexto de debilitamiento de la demanda exterior, el crecimiento de las exportaciones de bienes en términos nominales se redujo al 1,1%, desde el 3,1% registrado en el primer trimestre (véase cuadro 9). Al mismo tiempo, el

alza de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo parece haber influido en el sólido crecimiento de las importaciones nominales.

La desaceleración del crecimiento de las exportaciones de bienes se explica, principalmente, por la evolución de la demanda mundial. En particular, tras un repunte transitorio en el primer trimestre del 2008, las exportaciones de la zona del euro hacia Estados Unidos y otros países de la OCDE experimentaron una notable contracción en el segundo trimestre, al perder impulso la demanda proveniente de estos países. Al mismo tiempo, aunque el crecimiento de las exportaciones hacia China, los países de la OPEP y los Estados miembros que se han incorporado a la UE desde el 2004 está registrando una cierta desaceleración, ha seguido siendo bastante robusto.

Los fuertes incrementos de los precios, tanto del petróleo como de las materias primas distintas del petróleo —impulsados por las tensiones por el lado de la oferta y la solidez de las variables fundamentales de la demanda— han seguido siendo el principal factor determinante del crecimiento de las importaciones, en términos nominales, durante el segundo trimestre del 2008. Esta evolución de los precios se refleja en la desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta mayo del 2008, que indica un aumento sostenido de los precios de importación desde abril del 2007, mientras que las importaciones en términos reales se redujeron ligeramente. Al mismo tiempo, los precios de exportación de la zona del euro sólo registraron un moderado aumento en el segundo trimestre, ya que los incrementos de los costes fueron absorbidos, en parte, por los productores.

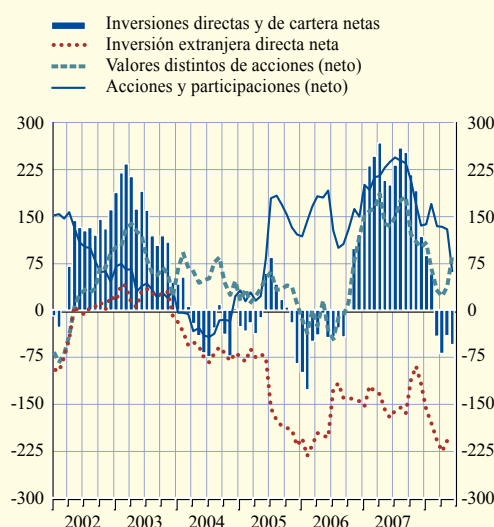
Por lo que respecta a otras partidas de la balanza por cuenta corriente, las exportaciones de servicios se redujeron un 2,2% en el segundo trimestre del 2008, mientras que las importaciones aumentaron un 4,0%. Sin embargo, en cifras acumuladas de doce meses, el superávit de la balanza de servicios se incrementó ligeramente, hasta 49,8 mm de euros, frente a los 44,5 mm de euros contabilizados un año antes. Por último, principalmente como consecuencia de los mayores pagos por rentas a no residentes en la zona del euro, la balanza de rentas registró un deterioro de 5,5 mm de euros en cifras acumuladas de doce meses (pasando de un superávit de 4,1 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio del 2007 a un déficit de 1,4 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio del 2008).

CUENTA FINANCIERA

En los doce meses transcurridos hasta junio del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas por importe de 54,3 mm de euros, frente las entradas netas de 200,6 mm de euros contabilizadas un año antes. Las inversiones de cartera fueron el principal factor determinante de este cambio de signo en la cuenta financiera, ya que las entradas netas se redujeron en 223,3 mm de euros en el mismo período, como consecuencia del impacto del prolongado período de incertidumbre en los mercados financieros. A esta evolución del agregado contribuyó también el ligero aumento de las salidas ne-

Gráfico 57 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

tas de inversiones directas (que se incrementaron en 31,6 mm de euros) durante el mismo período (véase gráfico 57).

Los datos más recientes sobre la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro indican un retorno a las entradas netas de capital. Como consecuencia, principalmente, de la evolución de las inversiones directas, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, unas entradas netas mensuales de 6,5 mm de euros en el segundo trimestre del 2008, frente a unas salidas netas de 10,5 mm de euros en el trimestre anterior (véase cuadro 9).

En comparación con el primer trimestre del 2008, las salidas netas de inversiones directas se redujeron casi a la mitad en el segundo trimestre, hasta un total de 17,7 mm de euros. La reducción de las inversiones realizadas por residentes extranjeros en la zona del euro —que se concentró en el mes de abril y consistió, principalmente, en una reducción de las acciones y otras participaciones y de los préstamos entre empresas relacionadas— coincidió con una contracción sostenida de las inversiones de la zona del euro en el exterior. La caída de las inversiones directas es coherente con el debilitamiento de las perspectivas de la economía mundial. La reducción del número de fusiones y adquisiciones y el deterioro de las perspectivas de las empresas multinacionales radicadas en la zona del euro parecen haber contribuido a la contracción de las inversiones directas de la zona del euro en el exterior, a juzgar por el acusado descenso de las cotizaciones bursátiles en los últimos meses.

Por el contrario, en el segundo trimestre del 2008, las inversiones de cartera prácticamente no experimentaron variación con respecto al trimestre anterior, registrándose unas entradas netas de 24,2 mm de euros. No obstante, en cifras agregadas, los flujos de inversión de cartera transfronterizos fueron, en gran medida, resultado de movimientos compensatorios en los valores de renta variable y los instrumentos de deuda.

Por lo que respecta a las inversiones en valores de renta variable, en el segundo trimestre del 2008, se registraron salidas netas por importe de 3,1 mm de euros, cifra considerablemente más baja que en el trimestre anterior, en el que se contabilizaron entradas netas de acciones y participaciones por importe de 30,9 mm de euros. Como reflejo de la evolución de las inversiones directas, los activos y pasivos de la zona del euro en acciones y otras participaciones también experimentaron un acusado descenso, posiblemente como consecuencia del aumento generalizado de las necesidades de liquidez en un clima de mayor aversión al riesgo a escala mundial. Las inversiones extranjeras en valores de renta variable de la zona del euro, pese a que sufrieron una contracción, siguieron siendo positivas, como lo demuestran los favorables, aunque decrecientes, diferenciales de rendimiento de este tipo de valores entre la zona del euro y Estados Unidos. Al mismo tiempo, la repatriación de fondos por parte de residentes en la zona del euro, que se inició a comienzos del 2008, podría estar llegando a su fin. No obstante, dada la elevada volatilidad de los datos financieros, todavía es demasiado pronto para realizar una valoración definitiva.

En lo que se refiere a los instrumentos de deuda, en el segundo trimestre del 2008, en consonancia con el aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública internacional, la zona del euro registró entradas netas por importe de 19,5 mm de euros en forma de bonos y obligaciones, es decir, 6 mm de euros más que en el trimestre anterior. El aumento se debió a un incremento de las inversiones extranjeras en la zona del euro, que sólo se contrarrestó en parte con un incremento de las inversiones de los residentes en la zona del euro en bonos y obligaciones extranjeros. Por último, se registraron entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro por importe de 7,8 mm de euros, frente a las salidas de 20,1 mm de euros contabilizadas en el primer trimestre del 2008, lo que podría atribuirse a una contracción de las inversiones de los residentes en la zona del euro en instrumentos de deuda extranjeros.

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 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	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	20,3	4,48	4,13
II	2,2	10,0	10,0	-	10,5	17,5	4,86	4,73
2008 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	18,3	4,78	4,32
May	2,3	10,1	10,0	10,0	10,5	17,4	4,86	4,52
Jun	1,4	9,4	9,5	9,6	9,9	16,7	4,94	4,73
Jul	0,5	9,3	9,3	.	9,4	.	4,96	4,53
Ago	.	.	.	.	.	.	4,97	4,34

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	8,3
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 IV	2,9	4,0	2,9	2,1	2,9	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	.	1,4	0,9	83,4	.	7,3
2008 Mar	3,6	5,8	-	-	1,4	-	-	7,2
Abr	3,3	6,2	-	-	4,0	83,8	-	7,3
May	3,7	7,1	-	-	-0,5	-	-	7,3
Jun	4,0	8,0	-	-	-0,8	-	-	7,3
Jul	4,0	9,0	-	-	.	82,9	-	7,3
Ago	3,8	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-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	104,6	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	-25,9	2,9	-53,2	72,7	353,9	115,7	115,7	1,5622
2008 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	-17,8	-3,3	-8,8	22,2	349,2	115,5	115,5	1,5557
Jun	-1,2	1,9	-22,0	54,2	353,9	115,4	115,4	1,5553
Jul	.	.	.	.	355,6	115,8	115,5	1,5770
Ago	.	.	.	.	.	113,5	113,2	1,4975

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 8 agosto	2008 15 agosto	2008 22 agosto	2008 29 agosto
Oro y derechos en oro	208.328	208.304	208.282	208.251
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	136.991	136.611	135.998	135.372
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	54.641	59.133	58.425	55.143
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.014	16.288	15.807	15.417
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	460.023	476.088	451.016	467.044
Operaciones principales de financiación	160.000	176.002	151.000	167.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	300.021	300.007	300.012	300.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	75	0	39
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	4	4	4
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	35.884	36.926	37.259	38.180
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	110.585	110.011	109.788	111.091
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.456	37.456	37.457	37.457
Otros activos	380.717	379.390	380.925	381.184
Total activo	1.441.639	1.460.207	1.434.957	1.449.139

2. Pasivo

	2008 8 agosto	2008 15 agosto	2008 22 agosto	2008 29 agosto
Billetes en circulación	690.348	690.190	683.725	683.529
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	211.131	232.856	214.351	204.298
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	211.037	232.812	214.258	204.060
Facilidad de depósito	88	41	90	232
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	6	3	3	6
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	190	148	127	152
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	63.463	57.541	58.389	85.026
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	78.153	81.711	81.421	80.059
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.355	1.166	1.329	884
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	19.464	19.448	18.283	17.339
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.120	5.120	5.120	5.120
Otros pasivos	148.380	147.990	148.175	148.693
Cuentas de revalorización	152.364	152.364	152.364	152.364
Capital y reservas	71.671	71.673	71.673	71.675
Total pasivo	1.441.639	1.460.207	1.434.957	1.449.139

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				
	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	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 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
13	233.394	430	176.000	4,25	4,37	4,40	7
20	228.735	454	151.000	4,25	4,38	4,40	7
27	226.453	424	167.000	4,25	4,39	4,42	7
3 Sep	226.254	411	160.000	4,25	4,39	4,41	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2008 28 Feb	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
14 Ago	78.920	124	50.000	-	4,61	4,74	91
28	77.216	191	50.000	-	4,60	4,74	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 21 Dic	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
12 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	22.630	10	21.000	4,25	-	-	-	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 I	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	
2008 Abr	17.956,0	9.762,0	856,2	2.135,6	1.562,3	3.640,0	
May	18.092,7	9.817,8	910,6	2.156,1	1.548,9	3.659,3	
Jun	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 Ene ²⁾	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 May	207,8	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	214,8	0,7	0,0	4,35
9 Sep	213,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	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 15 Ene	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
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	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6
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
12 Ago	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2

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.
- 3) Debido a la adopción del euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 13 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 12 y el 31 de diciembre de 2007 y las exigencias de reservas de los 15 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008.



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														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 I	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
2008 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
2008 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
2008 Jun	2.098,6	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	381,5	15,9	397,3
2008 Jul ^(p)	2.098,8	1.004,4	18,4	0,7	985,4	277,1	234,9	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
IFM, excluido el Eurosistema														
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	29.446,8	16.904,9	956,1	10.159,8	5.789,0	3.880,9	1.194,1	949,8	1.737,0	93,5	1.296,6	4.872,5	206,0	2.192,4
2008 I	30.229,4	17.251,6	958,0	10.456,3	5.837,3	4.035,2	1.215,7	1.004,0	1.815,4	100,5	1.312,8	4.973,8	198,4	2.357,2
2008 Abr	30.533,3	17.439,2	971,0	10.533,1	5.935,2	4.095,7	1.224,2	1.031,6	1.839,9	99,8	1.372,4	5.075,5	199,1	2.251,5
2008 May	30.897,6	17.618,7	963,3	10.598,0	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	2.363,7
2008 Jun	30.731,9	17.626,8	975,7	10.659,0	5.992,1	4.181,5	1.217,4	1.075,2	1.888,9	98,3	1.308,3	4.894,0	201,4	2.421,6
2008 Jul ^(p)	30.771,9	17.692,0	972,6	10.722,9	5.996,5	4.258,0	1.220,9	1.100,8	1.936,3	97,6	1.329,0	4.928,3	201,6	2.265,4

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 I	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
2008 Abr	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
2008 May	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
2008 Jun	2.098,6	699,7	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,7	98,7	326,2
2008 Jul ^(p)	2.098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
IFM, excluido el Eurosistema											
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	29.446,8	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,9	4.533,2	2.753,0
2008 I	30.229,4	-	15.299,2	139,6	9.010,7	6.148,8	843,0	4.683,6	1.713,7	4.763,7	2.926,3
2008 Abr	30.533,3	-	15.479,2	130,8	9.100,4	6.248,0	852,1	4.711,9	1.721,5	4.929,4	2.839,1
2008 May	30.897,6	-	15.653,5	129,7	9.171,8	6.352,1	854,8	4.792,9	1.727,8	4.967,8	2.900,6
2008 Jun	30.731,9	-	15.650,9	155,9	9.212,1	6.283,0	831,7	4.806,0	1.727,1	4.790,3	2.925,9
2008 Jul ^(p)	30.771,9	-	15.667,0	119,6	9.242,2	6.305,2	840,7	4.852,9	1.748,5	4.829,4	2.833,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	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											
2006	19.723,7	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	22.330,6	11.134,3	973,9	10.160,4	2.371,0	1.419,2	951,8	884,7	5.246,2	221,1	2.473,5
2008 I	23.000,8	11.434,3	977,4	10.457,0	2.457,9	1.451,7	1.006,3	871,2	5.357,1	213,6	2.666,9
2008 Abr	23.185,5	11.523,5	989,8	10.533,7	2.493,4	1.459,3	1.034,1	926,2	5.450,8	215,1	2.576,7
May	23.375,6	11.580,7	982,1	10.598,6	2.522,0	1.463,6	1.058,4	918,7	5.436,6	215,7	2.702,0
Jun	23.308,5	11.653,9	994,2	10.659,7	2.529,8	1.452,1	1.077,7	861,0	5.275,4	217,3	2.771,3
Jul ^(p)	23.300,3	11.714,6	991,0	10.723,6	2.559,1	1.455,8	1.103,3	879,0	5.313,9	217,7	2.616,5
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	2.592,9	1.016,7	-9,7	1.026,4	229,5	-46,8	276,3	59,8	792,1	-0,5	495,4
2008 I	765,5	264,1	0,7	263,5	80,1	24,0	56,1	-7,8	261,3	-8,7	176,5
II	345,4	231,4	16,7	214,6	88,7	14,0	74,7	-3,4	-72,4	3,6	97,6
2008 Abr	179,6	93,1	12,2	80,9	39,6	11,3	28,3	53,9	82,9	1,5	-91,4
May	188,4	59,2	-7,7	66,9	32,5	8,6	23,9	-6,8	-20,7	0,6	123,6
Jun	-22,7	79,0	12,2	66,9	16,5	-6,0	22,5	-50,5	-134,6	1,6	65,4
Jul ^(p)	-17,7	63,3	-3,2	66,5	25,7	0,7	25,1	19,8	28,9	0,4	-155,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2006	19.723,7	592,2	158,0	7.906,5	614,6	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007	22.330,6	638,5	151,0	8.885,0	660,4	2.866,8	1.487,6	4.599,2	3.083,3	-41,2
2008 I	23.000,8	632,9	200,0	9.031,5	742,2	2.828,0	1.502,5	4.834,0	3.242,1	-12,3
2008 Abr	23.185,5	641,3	197,7	9.123,5	752,0	2.830,9	1.496,6	5.010,7	3.158,8	-26,2
May	23.375,6	645,7	174,1	9.196,8	755,8	2.862,6	1.484,9	5.063,5	3.226,2	-33,9
Jun	23.308,5	652,1	211,1	9.236,6	733,1	2.876,8	1.504,8	4.889,0	3.252,1	-47,2
Jul ^(p)	23.300,3	658,7	180,9	9.259,7	742,7	2.876,9	1.525,6	4.931,5	3.158,9	-34,5
Operaciones										
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.592,9	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,2	162,3	778,8	467,6	-8,1
2008 I	765,5	-6,7	46,6	116,8	53,3	-12,2	23,8	344,6	137,8	61,5
II	345,4	19,2	10,8	203,8	-8,7	53,3	22,3	56,0	18,6	-29,9
2008 Abr	179,6	8,5	-2,3	88,7	10,4	1,7	6,1	155,9	-73,7	-15,8
May	188,4	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,1	-7,6	49,4	65,9	-5,9
Jun	-22,7	6,4	37,1	43,8	-23,1	20,5	23,8	-149,4	26,4	-8,2
Jul ^(p)	-17,7	6,6	-30,2	17,7	8,2	0,2	21,1	34,9	-89,8	13,5

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

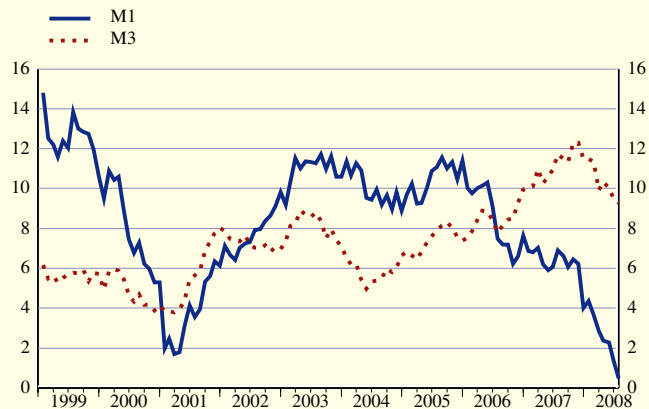
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	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											
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,5	7.740,6	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3
2007	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,2	8.649,6	-	5.977,8	2.417,2	12.027,6	10.176,4	626,7
2008 I	3.853,1	3.666,1	7.519,2	1.337,7	8.856,9	-	5.972,2	2.420,6	12.335,9	10.460,4	541,1
2008 Abr	3.839,1	3.767,9	7.607,0	1.335,7	8.942,8	-	6.002,6	2.434,6	12.424,5	10.524,0	473,2
May	3.856,2	3.793,1	7.649,3	1.345,9	8.995,2	-	6.011,4	2.434,6	12.521,0	10.596,6	412,7
Jun	3.837,5	3.828,7	7.666,2	1.356,8	9.023,0	-	6.024,2	2.430,3	12.558,6	10.630,6	377,8
Jul ^(p)	3.826,6	3.915,4	7.742,0	1.359,6	9.101,5	-	6.046,6	2.440,3	12.672,9	10.689,2	368,0
Operaciones											
2006	261,2	309,8	571,0	130,9	701,9	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6
2007	147,4	523,4	670,8	219,9	890,7	-	488,7	-60,1	1.369,5	1.031,7	12,7
2008 I	12,1	137,1	149,2	0,5	149,8	-	28,2	-7,9	282,5	251,0	-45,0
II	-16,8	164,0	147,2	21,7	168,8	-	72,8	22,9	244,6	182,0	-155,0
2008 Abr	-14,7	101,0	86,3	-1,4	84,9	-	39,4	17,4	92,1	67,7	-57,9
May	15,4	25,0	40,4	9,4	49,9	-	13,0	4,3	98,7	74,6	-63,8
Jun	-17,6	38,0	20,4	13,6	34,0	-	20,3	1,2	53,7	39,7	-33,4
Jul ^(p)	-12,6	83,5	70,8	2,7	73,5	-	21,2	7,1	118,2	61,3	-11,7
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 Dic	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	8,9	-2,6	12,8	11,2	12,7
2008 Mar	2,8	18,1	9,7	11,0	9,9	10,5	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,8
2008 Abr	2,4	19,8	10,3	10,5	10,3	10,1	6,4	-0,3	12,1	10,7	-186,2
May	2,3	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-245,0
Jun	1,4	19,0	9,4	9,8	9,5	9,6	5,7	-0,9	11,2	9,9	-288,1
Jul ^(p)	0,5	19,6	9,3	9,2	9,3	.	5,2	-0,1	11,1	9,4	-303,7

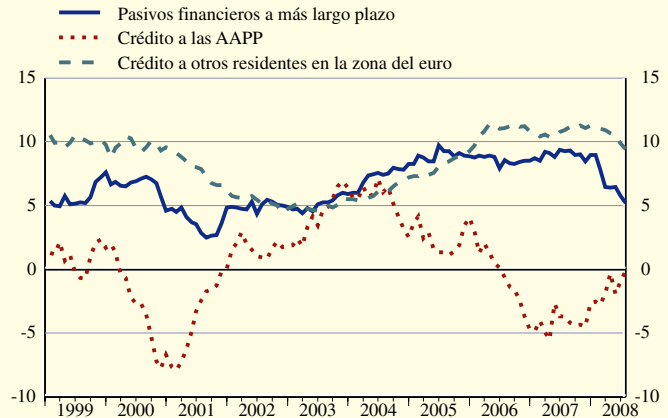
C1 Agregados monetarios¹⁾

(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⁾

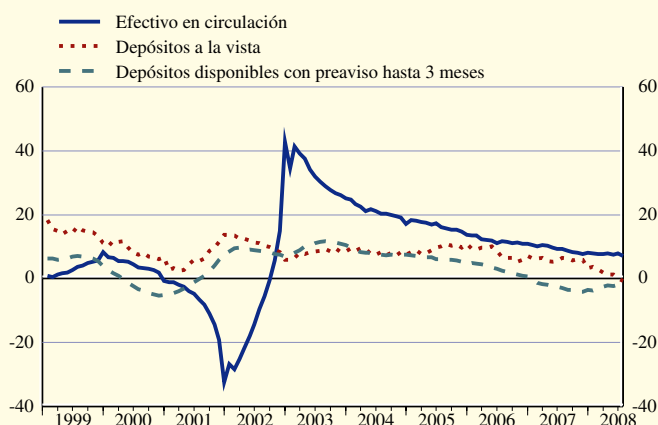
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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											
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	636,9	198,5	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,6	316,2	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,7
2008 I	638,0	3.215,0	2.124,6	1.541,5	308,7	746,6	282,4	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
2008 Abr	644,8	3.194,4	2.224,8	1.543,1	323,7	743,8	268,2	2.562,8	118,7	1.817,9	1.503,1
May	643,7	3.212,5	2.256,5	1.536,6	316,8	739,5	289,6	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
Jun	649,7	3.187,8	2.292,0	1.536,7	340,6	728,1	288,1	2.572,3	116,9	1.832,7	1.502,1
Jul ^(p)	649,6	3.177,0	2.384,5	1.530,8	346,3	727,0	286,3	2.577,7	116,4	1.833,8	1.518,7
Operaciones											
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,6	118,0	152,3	9,9	164,5	162,0
2008 I	11,2	1,0	136,4	0,7	1,3	31,2	-31,9	9,7	-1,5	1,8	18,2
II	11,7	-28,5	168,8	-4,8	31,9	-18,1	7,9	28,6	-2,5	17,6	29,0
2008 Abr	6,8	-21,4	99,5	1,5	15,0	-2,2	-14,1	15,7	-0,7	2,5	22,0
May	-1,0	16,5	31,5	-6,5	-6,9	-4,2	20,5	4,1	-1,2	11,6	-1,6
Jun	6,0	-23,5	37,8	0,1	23,8	-11,7	1,5	8,9	-0,7	3,5	8,6
Jul ^(p)	-0,1	-12,6	89,9	-6,4	5,7	-2,6	-0,4	4,2	-0,5	0,7	16,9
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,4	6,3	9,6	9,9	12,4
2008 Mar	7,7	1,9	39,2	-2,5	11,4	8,1	18,0	3,9	3,5	7,1	10,6
2008 Abr	8,0	1,3	41,6	-2,2	17,8	6,8	11,8	3,8	1,9	6,5	11,5
May	7,5	1,3	40,5	-2,4	17,1	4,8	14,9	3,3	0,5	6,2	13,0
Jun	8,0	0,1	38,7	-2,0	18,4	2,0	21,6	2,8	-0,8	5,5	12,1
Jul ^(p)	7,1	-0,8	39,1	-2,1	17,2	1,0	22,9	2,5	-2,2	4,6	11,5

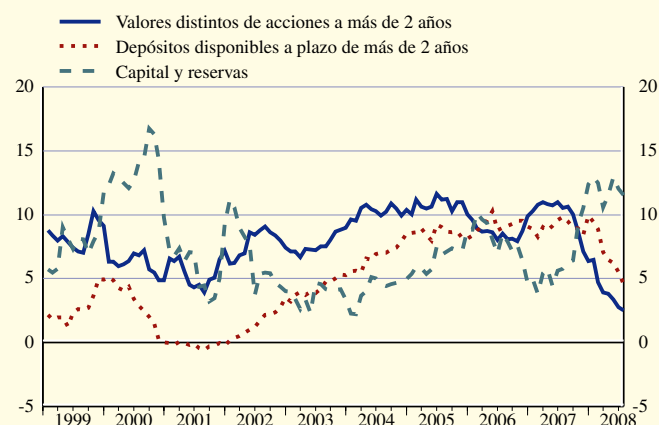
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(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)}

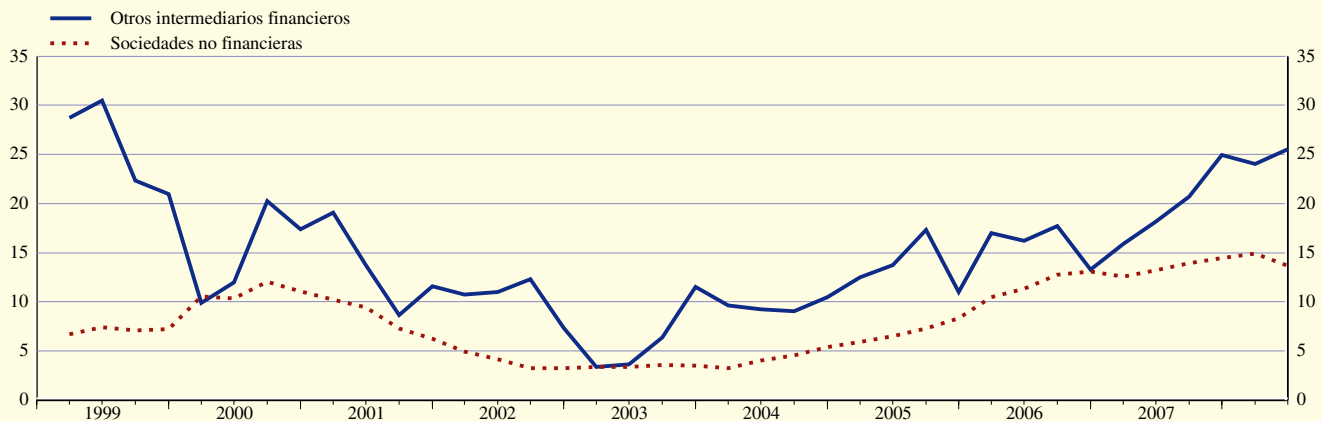
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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								
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007	96,4	70,6	866,6	526,3	4.388,7	1.276,5	858,9	2.253,3
2008 I	104,2	79,0	943,7	596,8	4.545,8	1.327,1	898,3	2.320,4
2008 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	910,9	2.369,5
Jun	103,5	79,3	995,8	623,7	4.670,1	1.365,3	925,5	2.379,3
Jul ^(p)	101,4	78,0	995,6	608,2	4.719,2	1.380,9	935,4	2.403,0
Operaciones								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,1	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 I	7,9	8,6	79,5	71,6	137,3	48,2	36,2	52,9
II	-0,6	0,3	51,0	25,5	132,3	40,9	30,9	60,5
2008 Abr	-1,9	-2,7	21,2	19,2	49,4	12,4	8,5	28,6
May	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
Jun	-2,2	-0,9	9,7	-8,1	54,2	27,8	15,4	11,1
Jul ^(p)	-2,2	-1,3	-1,8	-16,1	52,2	15,9	10,5	25,8
Tasas de crecimiento								
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Dic	16,9	28,5	25,0	27,0	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 Mar	6,3	10,8	24,0	24,4	14,9	13,9	22,3	12,9
2008 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	-5,9	-4,6	25,5	25,6	13,6	12,0	19,9	12,3
Jul ^(p)	-8,7	-7,4	23,6	21,4	13,2	11,5	19,0	12,0

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)}

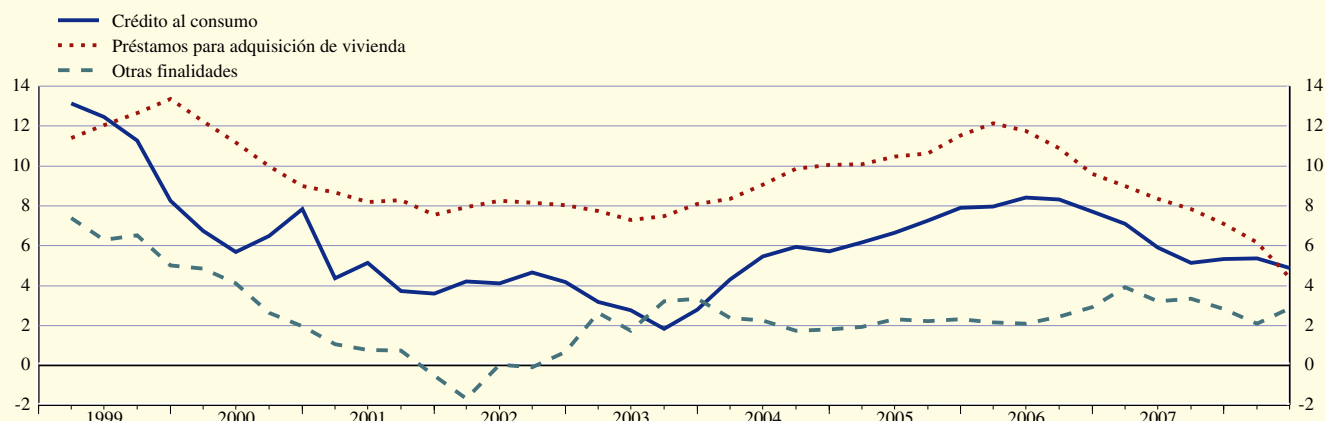
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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													
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4.808,1	617,9	137,6	203,7	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 I	4.862,7	623,9	136,5	203,0	284,4	3.478,0	16,1	73,3	3.388,7	760,7	147,0	105,3	508,5
2008 Abr	4.872,6	627,9	136,1	204,6	287,2	3.486,3	16,1	73,1	3.397,1	758,4	145,6	102,6	510,3
May	4.886,0	628,5	136,3	204,0	288,2	3.498,8	15,8	73,1	3.409,9	758,6	144,3	102,1	512,2
Jun	4.889,5	635,4	139,3	205,4	290,7	3.484,8	16,0	73,4	3.395,4	769,3	152,9	102,5	513,9
Jul ^(p)	4.906,7	636,3	138,8	204,7	292,8	3.504,3	16,0	73,5	3.414,8	766,1	147,1	102,3	516,7
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	20,8	1,7	4,4	14,7
2008 I	38,7	2,3	-1,7	-1,9	5,9	33,1	0,0	-0,7	33,7	3,3	-1,4	0,6	4,0
II	31,9	11,6	2,9	2,7	6,0	8,7	-0,1	0,2	8,6	11,7	6,3	-1,8	7,1
2008 Abr	12,1	4,3	-0,3	1,7	3,0	8,9	0,0	-0,2	9,1	-1,1	-1,3	-2,1	2,3
May	14,7	0,4	0,3	-0,6	0,7	13,1	-0,2	0,0	13,3	1,1	-1,2	-0,2	2,5
Jun	5,1	6,8	3,0	1,5	2,4	-13,4	0,2	0,3	-13,9	11,7	8,8	0,6	2,3
Jul ^(p)	18,3	1,3	-0,5	-0,5	2,2	19,9	0,0	0,1	19,8	-2,9	-5,7	-0,2	3,0
Tasas de crecimiento													
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 Mar	5,4	5,4	3,9	-0,1	10,4	6,2	2,5	2,0	6,3	2,1	-0,2	4,3	2,3
2008 Abr	5,2	5,4	2,6	0,8	10,3	6,0	4,9	1,7	6,1	2,1	-0,2	1,9	2,8
May	4,9	5,0	2,9	-0,1	10,1	5,6	2,3	1,4	5,7	2,0	-0,4	1,3	2,9
Jun	4,2	4,9	3,7	0,0	9,3	4,4	0,1	1,2	4,5	2,9	2,1	0,8	3,5
Jul ^(p)	4,1	4,4	2,4	-0,4	9,1	4,3	1,1	0,8	4,4	2,7	0,8	0,0	3,8

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)}

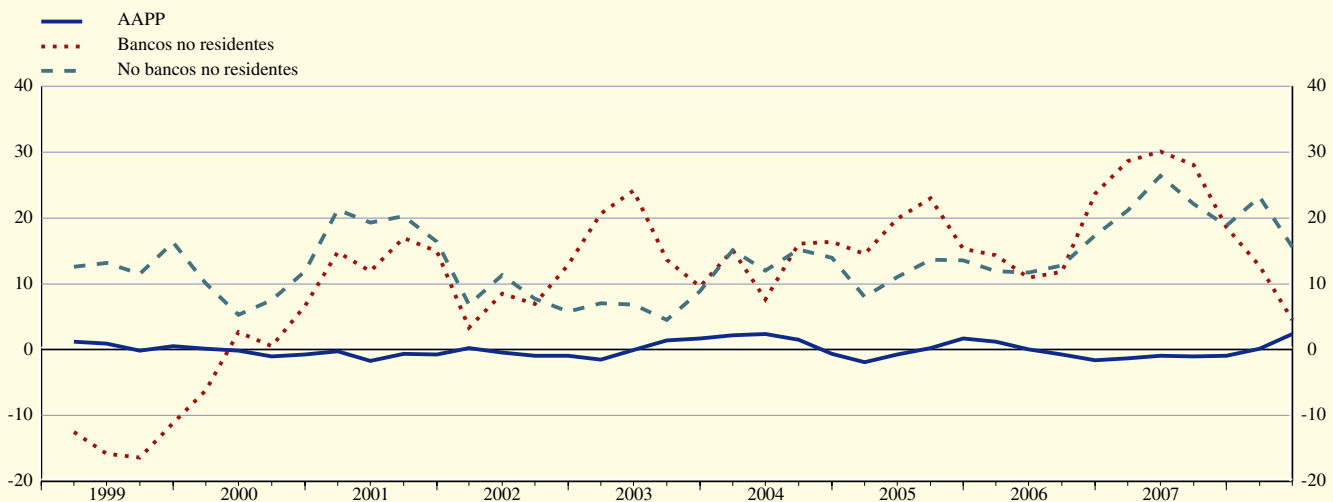
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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 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	2.337,8	957,4	59,8	897,5
2008 I	958,0	210,6	212,8	497,3	37,2	3.413,5	2.394,8	1.018,7	61,6	957,1
II ^(p)	975,7	218,9	215,2	501,9	39,7	3.310,3	2.296,8	1.013,5	60,3	953,2
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	382,0	160,1	0,3	159,8
2007 III	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,5	20,0	1,2	18,7
IV	8,0	7,1	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,2	33,7	-0,1	33,8
2008 I	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,4	121,6	93,6	3,0	90,6
II ^(p)	17,7	8,2	2,1	4,8	2,5	-100,3	-96,6	-3,6	-1,3	-2,3
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 Sep	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,0	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	20,3
2008 Mar	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,5	15,6	12,7	23,2	10,2	24,1
Jun ^(p)	2,4	6,8	-1,8	3,2	5,6	7,7	4,5	15,7	4,7	16,4

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)}

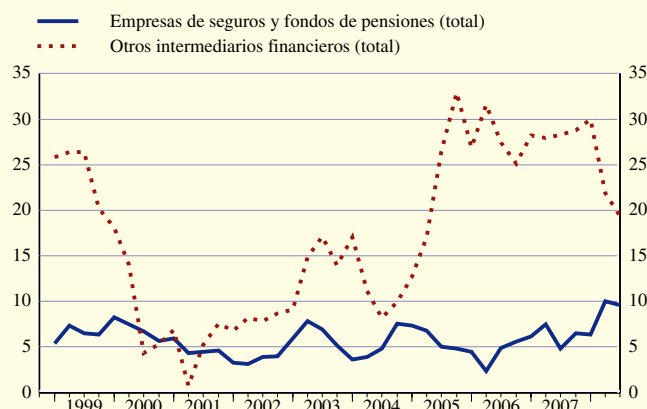
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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														
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 I	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
2008 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	1.580,1	321,4	391,2	672,0	12,7	0,2	182,6
Jun	717,4	73,6	83,6	537,5	1,4	1,6	19,8	1.595,3	331,0	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
Jul ^(p)	716,6	69,7	85,9	538,1	1,3	1,6	20,1	1.608,1	304,0	429,4	681,9	14,1	0,2	178,6
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	-5,8	-8,2	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	66,1	-4,0	25,2	32,5	-1,2	0,0	13,6
2008 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	17,5	7,1	-4,4	15,5	-1,4	0,0	0,8
Jun	-1,1	4,0	-5,1	1,9	0,1	0,0	-1,9	16,8	10,1	-4,5	11,2	-0,6	0,0	0,7
Jul ^(p)	-0,9	-3,9	2,3	0,6	-0,1	0,0	0,3	10,8	-27,7	42,0	-0,9	2,1	0,0	-4,7
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 Mar	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	21,9	6,3	36,5	26,5	17,6	-	13,4
2008 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	45,5	6,0	-17,9	-	-5,3	21,9	2,6	44,0	22,2	11,5	-	21,5
Jun	9,6	13,4	42,2	5,7	-10,2	-	3,4	19,4	4,0	35,4	19,7	5,6	-	20,8
Jul ^(p)	7,1	-4,0	38,2	5,4	-20,6	-	-3,2	18,1	-5,0	48,6	15,9	5,8	-	18,5

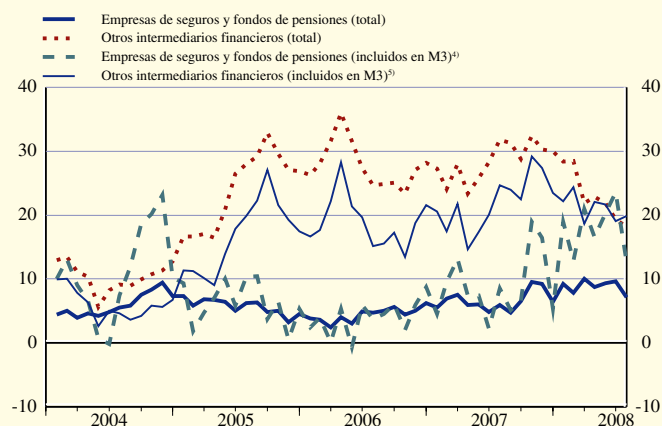
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(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)

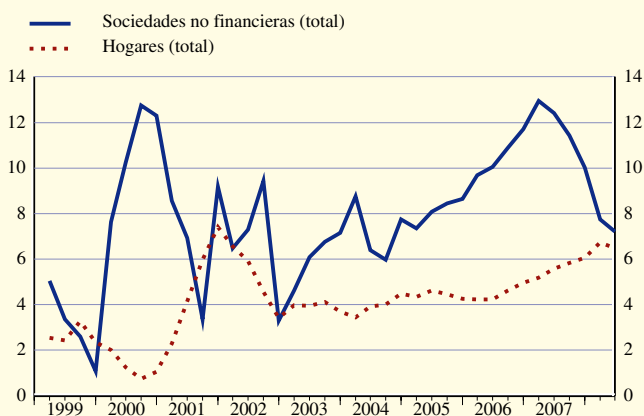
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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														
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,7	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 I	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
2008 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	1.477,1	853,3	512,5	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	1.481,7	866,0	502,3	61,7	27,3	1,4	22,9	5.162,8	1.783,7	1.179,5	534,9	1.460,4	105,7	98,6
Jul ^(p)	1.472,5	844,9	512,8	63,8	26,3	1,4	23,3	5.189,9	1.769,8	1.225,0	532,5	1.450,4	105,2	107,0
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	34,0	19,4	14,6	1,6	-1,5	-0,1	0,1	87,0	26,4	79,9	-13,4	-5,5	-3,3	3,0
2008 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	1,9
May	18,3	15,4	2,2	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
Jun	5,8	13,2	-9,1	0,2	-0,2	0,0	1,7	15,6	6,0	21,0	-4,8	-2,6	-0,6	-3,2
Jul ^(p)	-12,3	-22,2	9,0	2,0	-1,5	0,0	0,4	27,0	-14,0	45,5	-2,5	-10,0	-0,5	8,5
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 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
2008 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	30,9	-8,4	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,3
Jun	7,2	0,8	28,5	-7,6	-26,5	-7,2	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8
Jul ^(p)	6,3	0,6	23,4	-4,1	-27,9	-16,6	-8,7	7,0	-0,2	44,8	-7,0	-1,5	-2,2	29,7

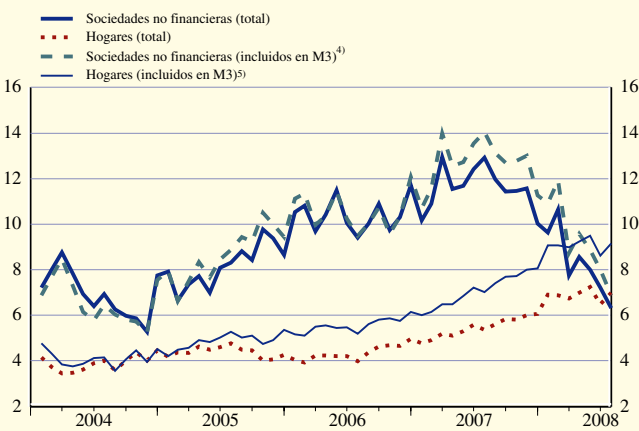
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

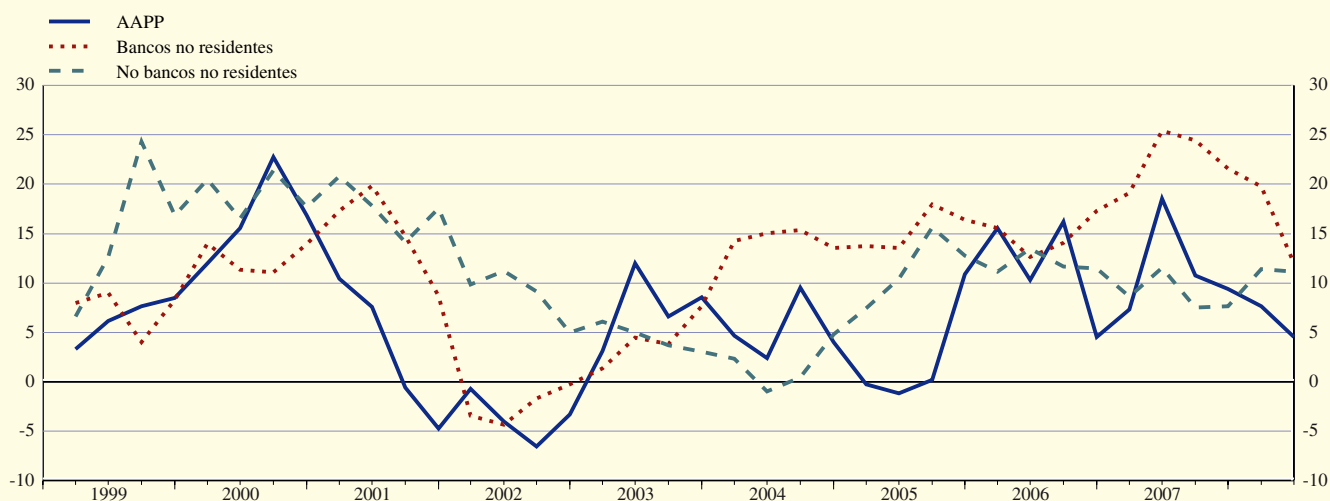
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 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	375,9	139,6	49,6	107,6	79,1	4.039,8	3.100,1	939,7	131,1	808,6
II ^(p)	410,7	155,9	56,5	112,4	85,9	4.019,8	3.038,6	981,2	132,0	849,2
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 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	50,2	54,3	-4,1	-0,5	-3,5
2008 I	2,8	12,4	-9,3	0,6	-1,0	279,1	227,2	51,9	-8,4	60,4
II ^(p)	34,8	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,7	-59,5	41,8	0,9	40,9
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 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	7,7	-3,7	18,1	13,3	16,5	17,8	19,8	11,4	5,5	12,5
Jun ^(p)	4,5	-12,2	29,0	10,5	20,8	11,8	12,0	11,1	1,8	12,8

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.

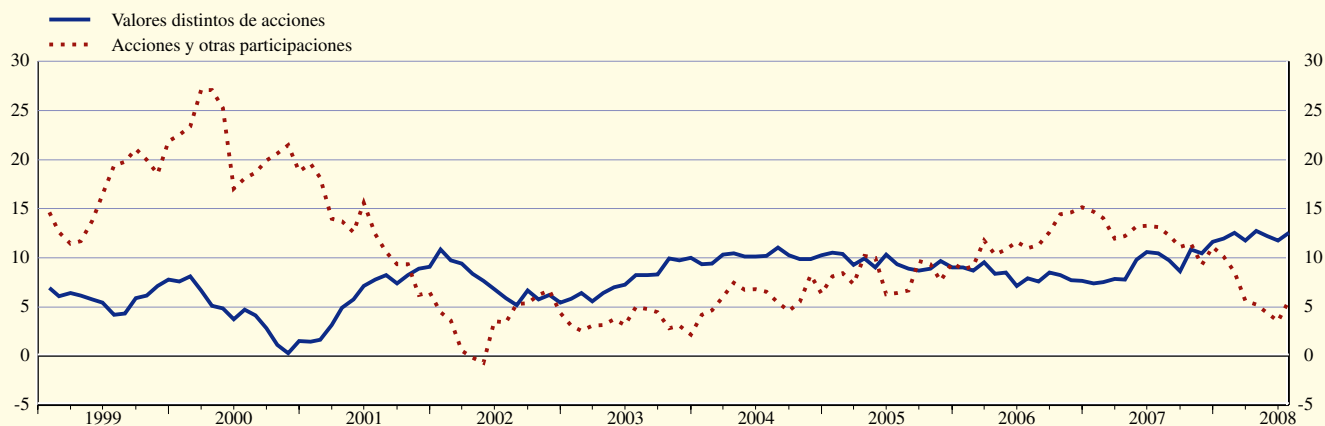
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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												
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	5.113,7	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,5	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,8	343,3
2008 I	5.300,0	1.728,0	87,5	1.200,4	15,4	958,2	45,8	1.264,8	1.606,4	453,2	859,6	293,6
2008 Abr	5.382,3	1.748,0	91,9	1.208,1	16,0	982,6	49,0	1.286,6	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	5.471,4	1.790,5	98,4	1.202,1	15,3	1.027,2	48,0	1.289,8	1.600,1	458,4	849,9	291,8
Jul ^(p)	5.562,8	1.833,2	103,1	1.205,8	15,1	1.052,3	48,5	1.304,8	1.620,0	460,9	868,1	291,0
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	163,5	51,8	59,7	52,0
2008 I	214,6	58,8	5,5	19,4	-0,6	41,0	14,8	75,8	-17,6	25,7	-8,0	-35,2
II	190,7	64,0	11,3	10,7	0,1	71,7	2,8	30,1	7,1	13,8	-3,4	-3,3
2008 Abr	80,1	19,5	3,8	10,5	0,6	24,9	3,2	17,5	62,8	6,0	53,8	3,0
May	97,3	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,9	0,0	17,9	14,1	21,0	-6,7	-0,2
Jun	13,3	2,2	0,4	-7,2	0,8	22,9	-0,4	-5,4	-69,7	-13,1	-50,5	-6,1
Jul ^(p)	85,9	43,1	4,2	2,2	-0,3	24,7	0,4	11,7	22,6	3,4	19,8	-0,6
Tasas de crecimiento												
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 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 Mar	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	40,7	52,7	16,3	5,6	15,0	4,3	-2,9
2008 Abr	12,8	9,0	28,5	-2,8	16,2	40,0	59,4	16,1	5,2	13,8	4,0	-2,9
May	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,6	59,6	14,0	4,4	12,7	4,2	-6,3
Jun	11,8	10,9	36,4	-4,7	11,0	35,7	61,3	12,4	3,6	17,0	2,6	-10,2
Jul ^(p)	12,6	12,7	26,1	-2,7	10,0	36,2	53,2	11,1	5,6	18,3	6,1	-10,8

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
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
II	-0,9	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-2,0	-0,2	-0,9	-0,8
2008 Abr	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-0,6	-0,3
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	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Jul ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2

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

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

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2008 I	-22,1	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-11,9	-22,3	-1,3	-13,1	-7,9
II	-18,3	-1,4	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-8,0	-2,9	-6,6	1,5
2008 Abr	-4,7	0,9	0,0	-2,6	0,0	-0,4	-0,4	-2,0	2,5	0,4	0,4	1,7
May	-3,5	-0,2	0,0	-2,8	0,0	0,4	0,0	-0,8	-1,9	-1,7	-0,7	0,6
Jun	-10,1	-2,1	-0,1	-3,3	0,0	-2,4	-0,1	-2,2	-8,7	-1,6	-6,3	-0,8
Jul ^(p)	1,1	-0,1	0,1	1,5	0,0	0,4	0,0	-0,8	-2,1	-0,3	-1,6	-0,2

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 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	6.148,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9.150,3	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
II ^(p)	6.283,0	91,6	8,4	5,0	0,4	1,3	1,0	9.368,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 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	46,8	53,2	33,7	2,9	2,5	11,0	893,3	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2008 I	3.100,1	48,0	52,0	33,1	2,9	2,7	10,3	939,7	52,7	47,3	31,8	1,5	1,5	8,8
II ^(p)	3.038,6	46,6	53,4	33,7	3,1	2,7	10,6	981,2	51,4	48,6	32,2	1,2	1,8	9,3

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 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	4.993,3	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
II ^(p)	5.144,7	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM^{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 III	5.433,3	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV	5.789,0	-	-	-	-	-	11.115,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 I	5.837,3	-	-	-	-	-	11.414,3	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5	
II ^(p)	5.992,1	-	-	-	-	-	11.634,8	96,0	4,0	1,9	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 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	2.337,8	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,4	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 I	2.394,8	48,2	51,8	28,1	2,9	2,8	12,2	1.018,7	43,0	57,0	39,3	1,3	4,2	7,5
II ^(p)	2.296,8	46,3	53,7	28,9	2,7	3,0	12,8	1.013,5	43,2	56,8	38,6	1,2	3,9	8,4

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 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	2.144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I	1.815,4	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2.219,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
II ^(p)	1.888,9	94,8	5,2	2,6	0,3	0,3	1,7	2.292,6	97,2	2,8	1,9	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 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	635,8	50,8	49,2	30,3	0,8	0,5	14,4	629,0	38,1	61,9	36,8	5,8	0,8	11,4
II ^(p)	659,8	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,7	630,0	38,4	61,6	36,9	5,9	0,9	10,5

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
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

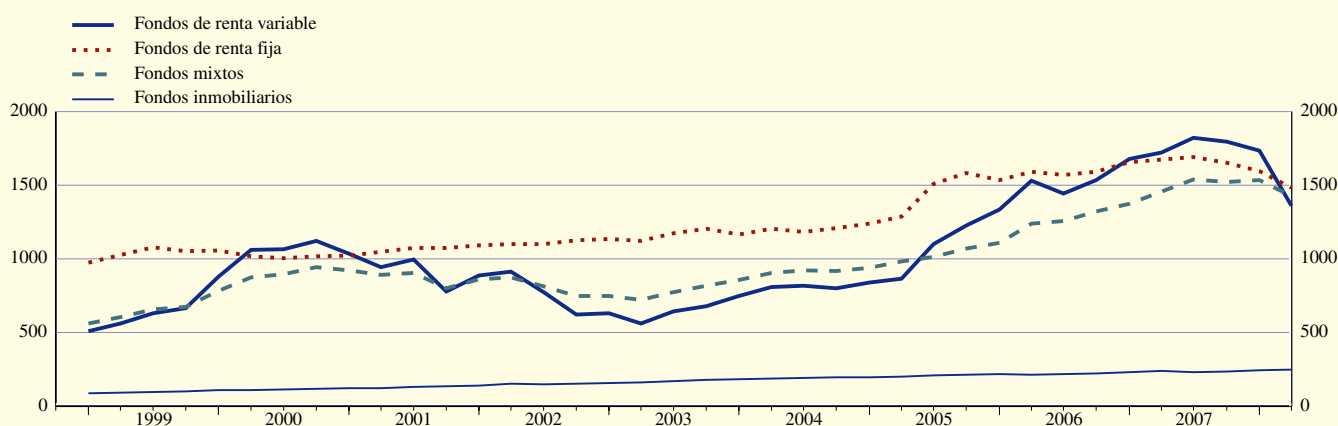
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2007 I	5.714,1	80,9	5.350,8	282,5
II	5.989,4	84,3	5.587,7	317,4
III	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 I ^(p)	5.150,8	76,2	4.835,6	238,9

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	22,7	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	22,9	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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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	-21,0
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	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
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		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
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-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

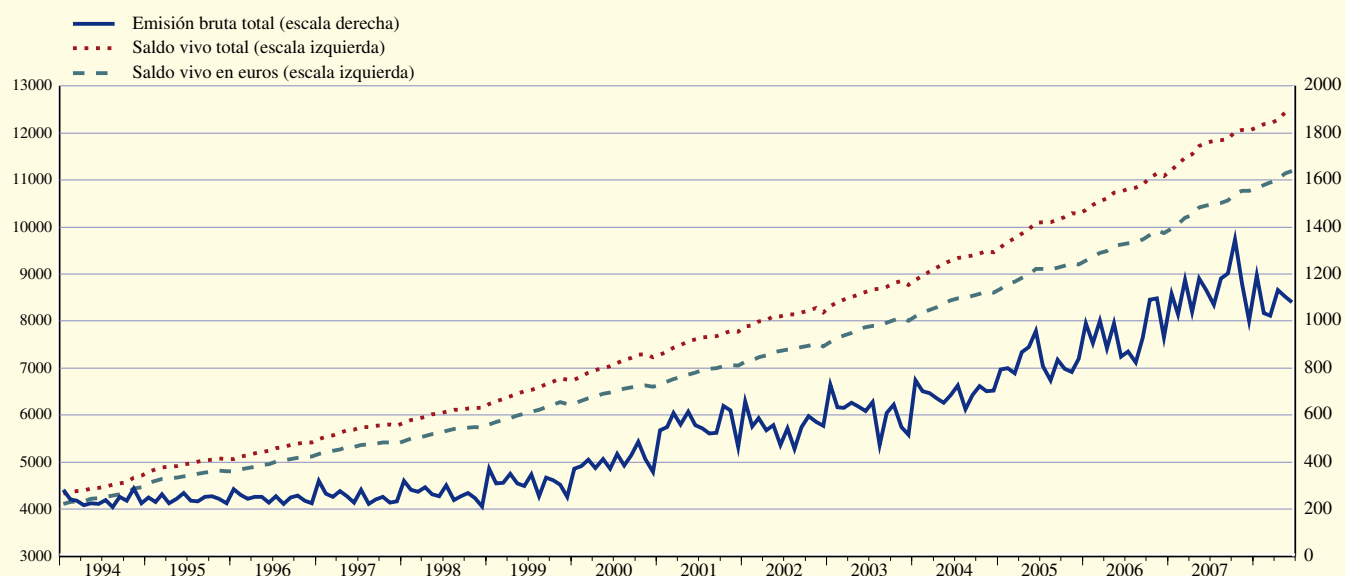
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Jun	12.536,2	1.222,2	131,3	10.460,6	1.071,4	46,4	11.786,0	1.131,1	60,3	9,2	59,3	9,8
Jul	12.538,7	1.076,6	1,4	10.488,1	1.004,7	26,6	11.828,2	1.068,7	44,4	9,1	64,9	9,5
Ago	12.566,7	1.184,1	28,2	10.514,0	1.131,9	26,1	11.848,8	1.181,8	26,1	9,1	76,6	9,0
Sep	12.657,0	1.243,6	88,6	10.569,3	1.154,0	53,6	11.876,1	1.201,8	43,9	9,0	64,1	8,0
Oct	12.766,9	1.350,4	108,7	10.700,1	1.278,9	129,8	12.022,8	1.348,0	147,3	9,1	115,4	9,0
Nov	12.856,2	1.176,4	87,4	10.771,6	1.108,1	69,6	12.068,0	1.160,3	64,4	8,6	52,4	7,6
Dic	12.881,9	1.039,6	28,7	10.768,4	958,1	-0,2	12.048,9	1.001,1	-17,6	9,0	97,9	8,2
2008 Ene	12.916,0	1.199,6	38,0	10.823,1	1.130,0	58,8	12.117,3	1.195,5	68,2	8,5	27,8	7,5
Feb	12.998,4	1.024,7	82,6	10.895,6	966,2	72,7	12.178,2	1.034,1	75,8	8,0	45,1	6,9
Mar	13.104,2	1.070,6	105,7	10.942,7	966,4	46,9	12.195,4	1.021,6	44,5	7,0	20,0	6,1
Abr	13.155,1	1.158,9	51,1	11.008,9	1.067,2	66,4	12.274,4	1.132,0	78,3	7,1	59,2	5,1
May	13.329,0	1.120,3	173,9	11.143,5	1.030,5	134,5	12.432,4	1.104,2	149,2	6,7	93,5	5,8
Jun	13.438,6	1.122,7	107,9	11.191,7	1.007,4	46,6	12.476,5	1.080,2	52,4	6,6	60,1	5,1
A largo plazo												
2007 Jun	11.370,4	261,1	99,8	9.473,5	193,2	65,1	10.614,7	219,9	78,6	8,9	52,1	8,8
Jul	11.395,4	199,0	24,6	9.483,4	162,9	9,6	10.636,6	188,9	23,7	8,8	47,0	8,3
Ago	11.389,4	103,2	-6,6	9.476,4	87,3	-7,6	10.634,7	104,5	-2,7	8,5	48,8	7,5
Sep	11.412,4	157,5	21,7	9.491,5	132,2	13,8	10.623,1	146,6	12,6	7,9	20,8	6,1
Oct	11.489,7	236,9	78,4	9.555,8	200,7	65,6	10.685,8	225,1	72,6	7,7	69,9	6,6
Nov	11.570,7	175,4	79,4	9.616,5	141,8	59,0	10.728,4	156,7	55,9	7,1	38,7	5,4
Dic	11.627,1	197,9	57,1	9.664,1	164,0	48,2	10.763,0	175,2	36,9	7,3	72,8	5,7
2008 Ene	11.626,4	194,4	2,6	9.657,3	166,1	-3,5	10.760,2	189,7	1,6	6,7	16,0	5,1
Feb	11.673,5	181,7	47,0	9.706,5	162,4	49,2	10.802,5	186,5	51,3	6,1	28,9	4,7
Mar	11.709,1	178,6	35,8	9.731,9	144,0	25,5	10.800,7	158,9	22,1	5,3	12,5	4,5
Abr	11.796,3	258,1	87,4	9.795,4	206,9	63,7	10.874,1	224,6	68,9	5,5	64,6	4,4
May	11.945,4	286,0	149,3	9.904,9	230,3	109,6	10.991,4	251,8	116,3	5,1	62,7	4,9
Jun	12.035,3	254,8	90,1	9.967,7	201,4	63,1	11.052,9	224,3	70,3	5,0	43,5	4,3

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	1.166	625	4.419	304	11.365	8.396	429	1.114	1.342	85
2007	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	13.630	10.088	552	1.457	1.453	79
2007 III	11.876	4.960	1.345	664	4.597	310	13.452	10.088	552	1.457	1.453	79
IV	12.049	5.054	1.475	674	4.531	315	13.630	10.088	552	1.457	1.453	79
2008 I	12.195	5.095	1.493	678	4.616	313	13.509	10.088	552	1.457	1.453	79
II	12.476	5.231	1.571	692	4.666	316	13.316	10.088	552	1.457	1.453	79
2008 Mar	12.195	5.095	1.493	678	4.616	313	10.222	727	31	107	149	7
Abr	12.274	5.126	1.519	681	4.636	313	1.132	782	43	121	181	6
May	12.432	5.227	1.544	695	4.650	316	1.104	800	39	120	135	9
Jun	12.476	5.231	1.571	692	4.666	316	1.080	772	42	117	143	6
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 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
II	1.424	835	33	129	418	8	2.616	1.997	11	326	268	13
2008 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	856	32	130	414	8	852	667	3	103	74	6
Jun	1.424	835	33	129	418	8	856	651	4	110	88	4
A largo plazo ¹⁾												
2006	10.074	3.998	1.150	536	4.089	301	2.169	1.004	366	91	654	54
2007	10.763	4.267	1.456	558	4.174	309	2.281	1.036	486	96	621	42
2007 III	10.623	4.245	1.334	552	4.188	304	440	199	79	16	138	8
IV	10.763	4.267	1.456	558	4.174	309	557	236	174	26	110	11
2008 I	10.801	4.278	1.462	550	4.205	306	535	258	50	11	200	16
II	11.053	4.396	1.538	563	4.247	308	701	357	114	32	191	8
2008 Mar	10.801	4.278	1.462	550	4.205	306	159	69	28	4	54	4
Abr	10.874	4.309	1.488	553	4.219	306	225	102	39	8	74	2
May	10.991	4.370	1.512	564	4.236	308	252	134	36	17	62	4
Jun	11.053	4.396	1.538	563	4.247	308	224	121	38	7	55	2
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 III	7.314	2.254	591	416	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
II	7.461	2.353	598	427	3.836	248	428	195	30	28	168	6
2008 Mar	7.301	2.271	583	413	3.789	246	87	30	6	3	44	3
Abr	7.345	2.290	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
Jun	7.461	2.353	598	427	3.836	248	142	75	12	6	48	2
Del cual: a tipo variable												
2006	2.595	1.512	595	113	312	64	720	408	217	31	49	15
2007	2.984	1.615	848	124	338	58	823	373	360	33	51	6
2007 III	2.855	1.610	727	125	336	57	139	72	52	7	8	1
IV	2.984	1.615	848	124	338	58	241	75	148	7	8	3
2008 I	3.027	1.627	857	126	357	60	158	96	33	3	20	5
II	3.135	1.674	916	126	359	60	236	138	79	3	13	2
2008 Mar	3.027	1.627	857	126	357	60	58	29	21	1	7	1
Abr	3.056	1.642	878	126	350	60	70	37	28	1	3	1
May	3.109	1.671	897	127	355	60	95	62	26	1	5	1
Jun	3.135	1.674	916	126	359	60	70	39	25	2	5	0

Fuente: BCE.

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

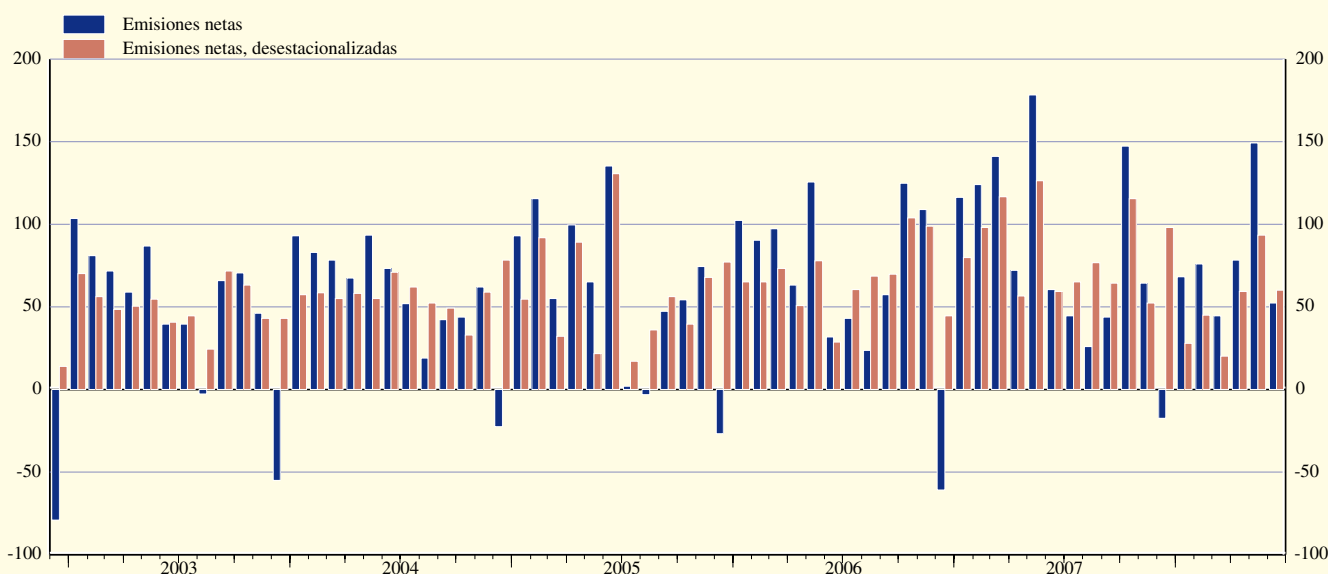
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	807,1	422,3	243,2	29,4	90,0	22,3	807,0	426,0	238,7	29,5	90,6	22,2
2007	1.000,6	484,9	329,7	54,7	120,4	10,9	1.008,0	491,6	324,0	56,9	124,6	11,0
2007 III	114,4	95,2	36,1	-7,7	-11,5	2,2	205,7	119,2	67,0	1,4	12,4	5,7
2007 IV	194,1	95,7	143,9	12,7	-63,0	4,9	265,7	127,5	95,5	18,7	21,4	2,6
2008 I	188,4	69,0	25,0	7,5	88,9	-1,9	92,9	11,4	53,4	4,3	26,2	-2,3
2008 II	279,8	134,7	78,1	14,4	49,4	3,2	212,8	140,4	66,1	1,8	2,0	2,5
2008 Mar	44,5	6,0	14,6	-3,5	28,0	-0,6	20,0	-3,2	18,1	-3,6	8,8	-0,1
2008 Abr	78,3	32,3	25,0	2,4	18,9	-0,4	59,2	18,3	27,2	-1,5	15,1	0,0
2008 May	149,2	92,8	24,4	13,8	14,3	3,8	93,5	76,8	19,7	6,0	-12,8	3,8
2008 Jun	52,4	9,5	28,7	-1,8	16,2	-0,2	60,1	45,2	19,2	-2,7	-0,3	-1,3
A largo plazo												
2006	755,9	347,4	236,9	27,0	121,4	23,2	754,5	349,3	232,6	26,8	122,7	23,1
2007	739,3	285,4	326,5	27,4	92,0	8,0	735,0	287,1	320,9	27,3	91,8	7,8
2007 III	33,6	14,1	37,7	-4,4	-14,2	0,4	116,6	35,0	68,2	0,0	9,8	3,7
2007 IV	165,5	28,6	135,0	8,0	-11,0	4,9	181,3	52,8	87,3	6,6	32,2	2,3
2008 I	75,0	34,4	12,4	-4,1	34,2	-2,0	57,4	7,1	40,5	3,3	8,7	-2,3
2008 II	255,4	121,2	76,8	13,3	42,1	1,9	170,7	102,1	65,0	2,7	-0,6	1,5
2008 Mar	22,1	4,1	14,2	-4,8	8,5	0,1	12,5	-5,2	17,5	-3,1	3,2	0,1
2008 Abr	68,9	28,6	25,1	2,8	13,0	-0,7	64,6	23,9	27,9	2,4	10,4	0,0
2008 May	116,3	61,1	24,0	11,3	17,4	2,4	62,7	42,9	18,5	6,2	-7,6	2,6
2008 Jun	70,3	31,5	27,6	-0,8	11,8	0,2	43,5	35,3	18,6	-5,9	-3,4	-1,1

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

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

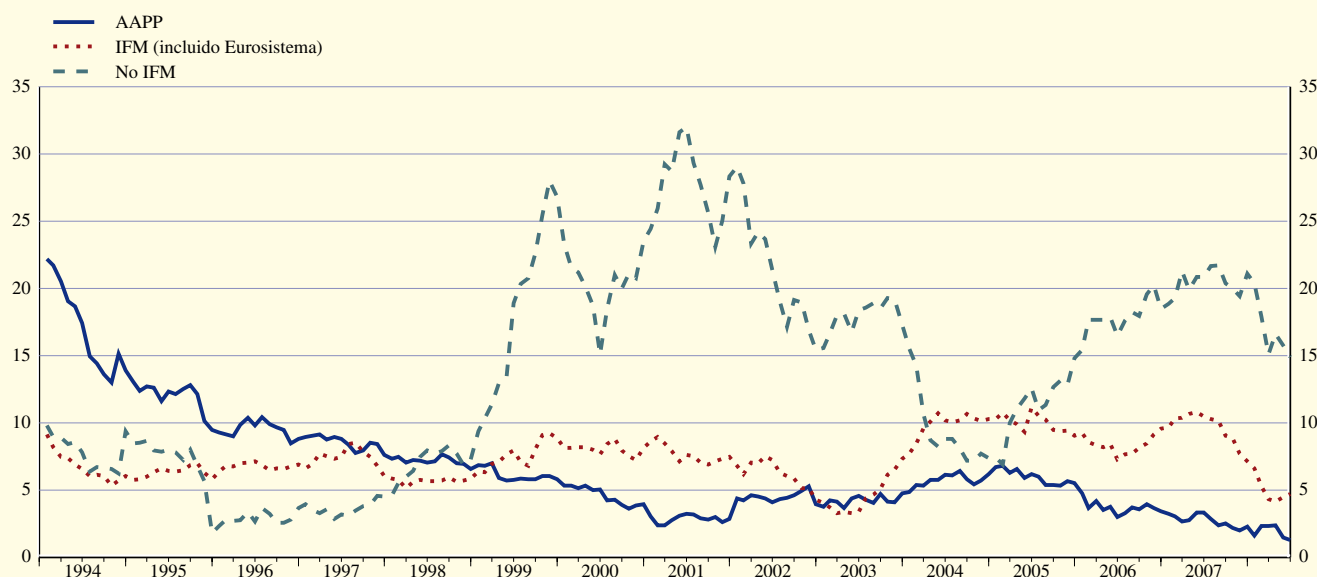


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2007 Jun	9,2	10,8	27,9	8,2	3,8	3,2	9,8	10,9	30,2	12,0	4,1	1,7
Jul	9,1	10,8	28,4	10,0	3,3	2,5	9,5	10,0	30,0	15,4	3,6	1,3
Ago	9,1	11,0	28,5	9,5	3,1	2,5	9,0	9,7	26,4	11,5	3,8	3,1
Sep	9,0	10,9	27,0	8,0	3,2	4,2	8,0	9,7	18,6	8,5	3,5	3,2
Oct	9,1	11,0	26,8	8,8	3,0	5,4	9,0	10,4	25,9	8,9	3,4	4,5
Nov	8,6	10,4	25,6	8,9	2,7	4,2	7,6	9,3	22,8	9,0	1,6	5,2
Dic	9,0	10,6	28,4	8,8	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	6,1	1,5	5,5
2008 Ene	8,5	10,0	27,0	10,6	2,2	3,1	7,5	9,8	24,1	6,2	0,9	4,8
Feb	8,0	8,7	24,4	9,9	2,9	2,8	6,9	7,5	22,3	8,2	2,1	2,4
Mar	7,0	7,7	20,9	7,8	2,8	1,7	6,1	5,7	23,1	7,0	2,1	0,2
Abr	7,1	7,2	23,1	6,6	2,9	1,1	5,1	4,1	20,3	4,1	2,4	-2,3
May	6,7	7,8	21,7	6,5	1,6	2,9	5,8	6,3	20,4	4,0	1,6	0,7
Jun	6,6	8,1	21,8	4,0	1,4	2,8	5,1	6,1	17,2	1,8	1,2	0,1
	A largo plazo											
2007 Jun	8,9	10,5	28,5	6,2	3,3	3,4	8,8	10,1	31,4	7,9	2,4	1,2
Jul	8,8	10,3	29,1	7,0	2,9	2,7	8,3	9,1	31,3	7,6	2,1	1,2
Ago	8,5	10,1	29,3	6,6	2,4	2,7	7,5	7,6	27,5	6,8	2,3	2,9
Sep	7,9	9,0	27,8	5,6	2,4	3,5	6,1	5,8	19,6	4,8	2,9	1,7
Oct	7,7	8,8	27,0	5,5	2,0	4,6	6,6	5,6	25,6	4,7	2,7	2,8
Nov	7,1	7,7	25,8	6,0	1,9	3,1	5,4	4,6	22,0	5,7	1,4	3,2
Dic	7,3	7,1	28,5	5,1	2,3	2,7	5,7	4,2	25,7	2,4	2,0	4,0
2008 Ene	6,7	6,6	27,1	5,8	1,6	2,2	5,1	4,1	23,1	4,1	1,0	3,1
Feb	6,1	5,3	23,3	5,7	2,3	1,9	4,7	2,9	19,3	4,6	2,3	0,9
Mar	5,3	4,3	19,8	4,2	2,4	0,9	4,5	2,8	19,9	3,6	2,0	0,0
Abr	5,5	4,1	22,0	4,3	2,5	0,4	4,4	2,7	18,5	3,8	2,3	-2,0
May	5,1	4,5	20,3	5,1	1,4	1,8	4,9	4,3	18,4	4,5	1,4	0,4
Jun	5,0	4,7	20,3	2,3	1,2	1,7	4,3	5,2	15,4	2,2	0,4	-0,5

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.

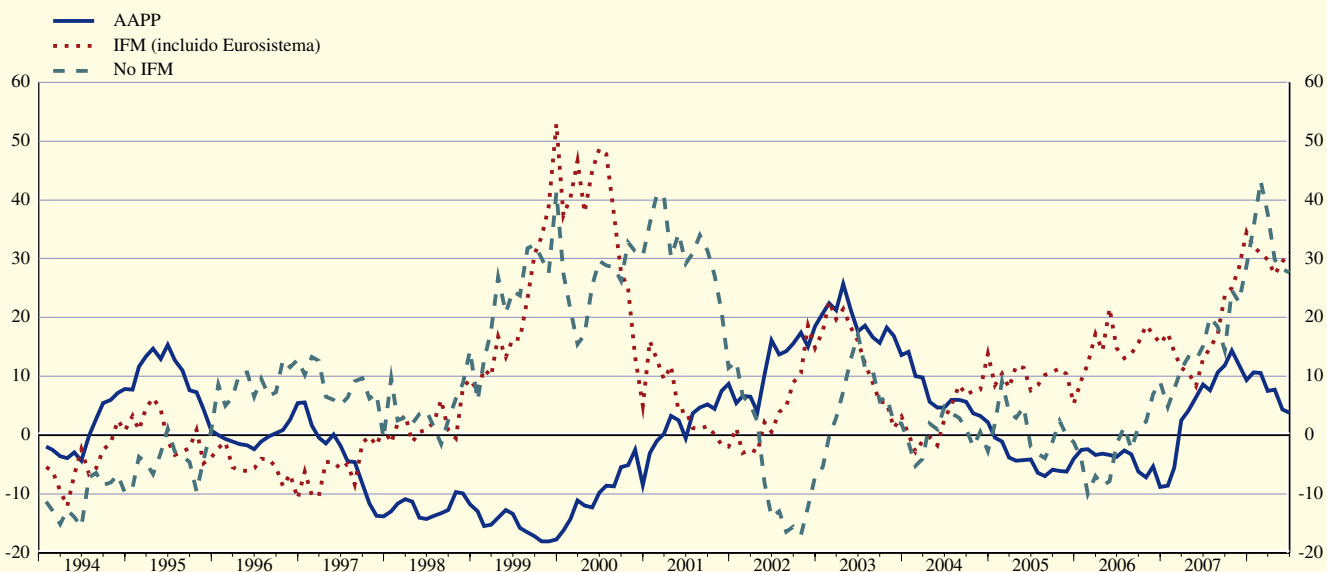
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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	40,1	25,7	5,0	4,3	
2007	5,1	7,1	17,4	3,5	2,4	6,6	15,7	11,1	37,8	18,5	3,8	-1,7	
2007 III	5,3	8,0	17,1	4,3	2,3	4,9	16,2	11,1	39,8	19,8	4,4	-4,7	
IV	4,5	6,7	13,1	4,4	1,8	6,3	15,1	9,0	39,3	14,5	4,8	-6,5	
2008 I	3,3	5,3	8,4	4,2	1,3	3,3	14,3	6,0	38,7	12,5	11,4	-3,2	
II	2,6	4,2	5,0	3,8	1,3	1,3	12,1	4,9	33,1	8,2	7,6	0,2	
2008 Ene	3,3	6,0	10,1	4,5	0,7	3,9	15,4	6,7	41,9	13,2	11,6	-4,5	
Feb	3,1	4,8	6,7	4,4	1,5	2,4	13,8	5,3	37,4	12,9	12,2	-0,1	
Mar	2,5	3,5	5,6	2,8	1,5	1,4	12,2	4,8	30,9	12,3	12,3	-1,1	
Abr	2,6	3,7	5,0	3,6	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,4	7,2	-1,2	
May	2,6	4,6	4,3	5,1	1,0	1,7	12,2	5,4	32,5	8,1	6,9	1,8	
Jun	2,7	5,1	5,7	2,9	0,9	1,7	11,2	4,9	31,1	2,3	5,4	1,4	
En euros													
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,6	28,0	5,2	3,5	
2007	4,5	6,4	14,1	1,9	2,7	6,7	15,0	10,2	35,5	18,3	3,9	-2,4	
2007 III	4,6	7,1	14,0	2,9	2,5	5,1	15,7	10,3	38,0	18,9	4,5	-5,6	
IV	4,0	6,2	10,9	3,0	2,1	6,6	14,9	8,7	37,9	13,3	4,9	-7,1	
2008 I	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,7	11,7	-4,0	
II	2,4	3,9	4,3	2,0	1,5	1,4	13,3	5,6	34,4	7,9	8,0	-1,2	
2008 Ene	2,9	5,4	8,7	3,3	0,9	4,2	15,9	6,6	42,0	12,3	11,9	-4,8	
Feb	2,8	4,5	5,8	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,1	12,0	12,5	-1,3	
Mar	2,3	3,1	4,5	1,0	1,7	1,4	12,8	4,4	32,0	11,8	12,9	-2,7	
Abr	2,4	3,4	4,0	1,8	1,9	0,8	13,5	4,9	37,6	8,8	7,6	-2,6	
May	2,3	4,3	3,8	3,5	1,1	1,7	13,6	6,4	33,8	7,8	7,3	0,5	
Jun	2,5	4,9	6,0	0,6	1,1	1,8	12,7	6,2	32,1	2,7	5,8	0,1	

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)

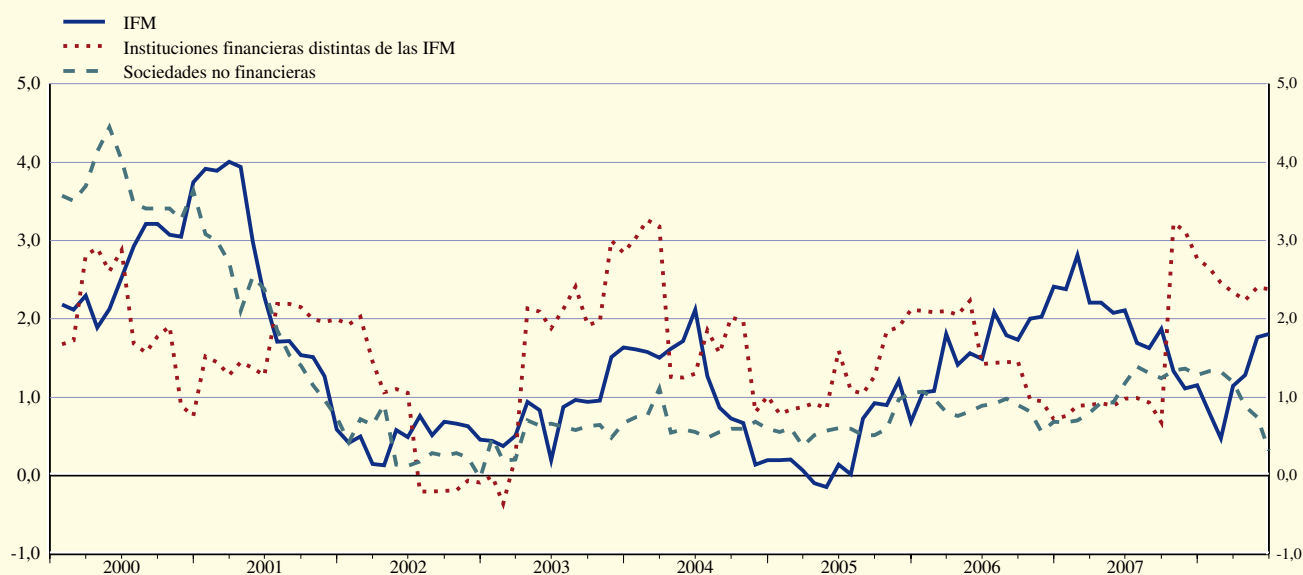
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 Jun	5.408,2	103,2	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.958,7	0,9
Jul	5.405,1	103,3	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
Ago	5.586,9	103,3	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.018,5	1,0
Sep	5.728,5	103,4	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	103,5	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	103,8	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
Feb	6.283,9	103,9	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	104,2	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
Jun	6.961,9	104,5	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	104,7	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
Sep	6.682,2	104,7	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
Oct	6.936,7	105,0	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
Nov	6.622,4	105,1	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
Dic	6.578,8	105,2	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	2,5	4.460,5	1,3
Mar	5.557,5	105,3	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	5.712,3	105,3	1,0	768,9	1,8	497,1	2,4	4.446,3	0,7
Jun	5.069,3	105,3	0,7	663,2	1,8	435,5	2,4	3.970,6	0,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

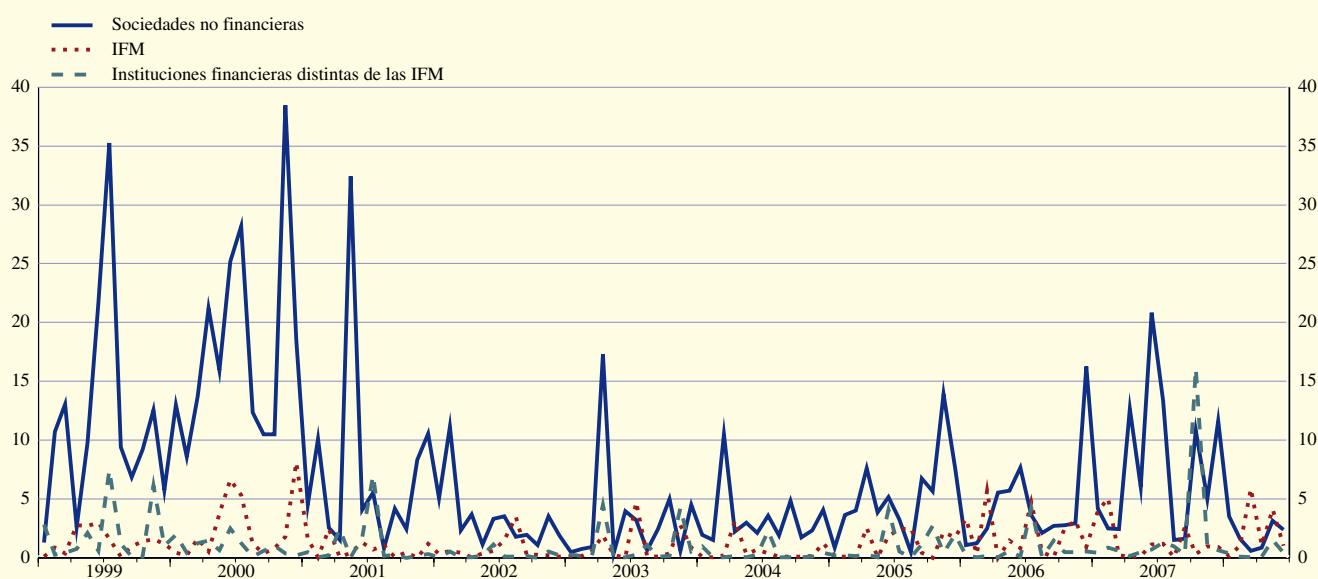
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2006 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	4,0	1,4	2,7	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,3	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	8,7	5,9	2,8	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	3,1	5,6	-2,5
Jun	3,8	4,8	-1,0	1,0	0,0	1,0	0,4	0,1	0,3	2,4	4,7	-2,3

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			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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.

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

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

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

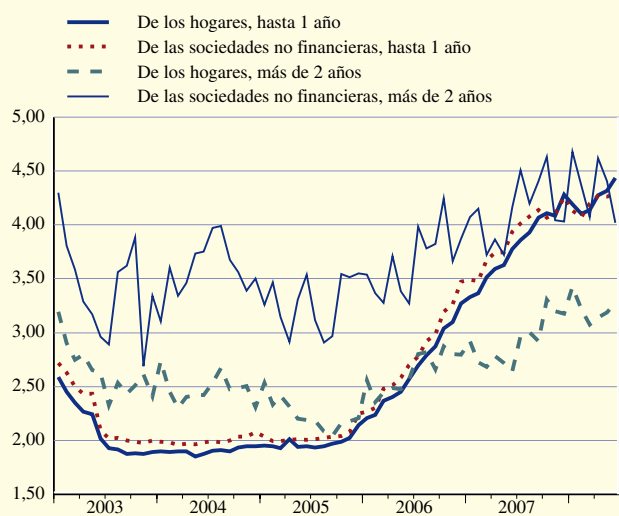
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Jul	1,10	3,49	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

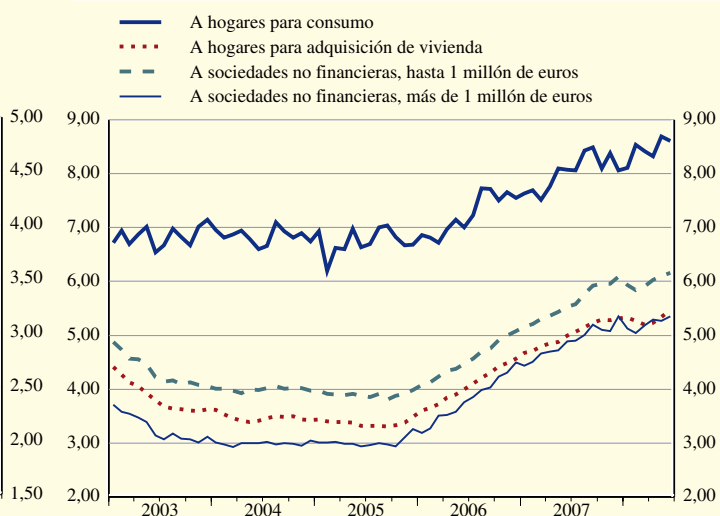
C21 Nuevos depósitos a plazo

(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)

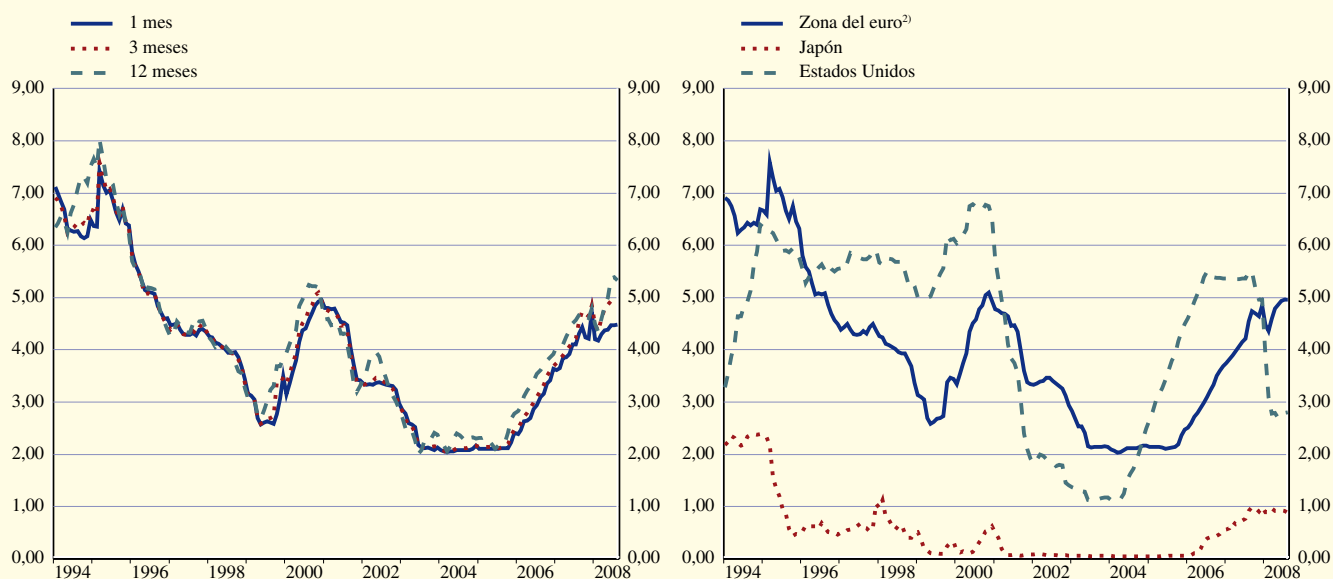
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
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 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
Ago	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89

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.

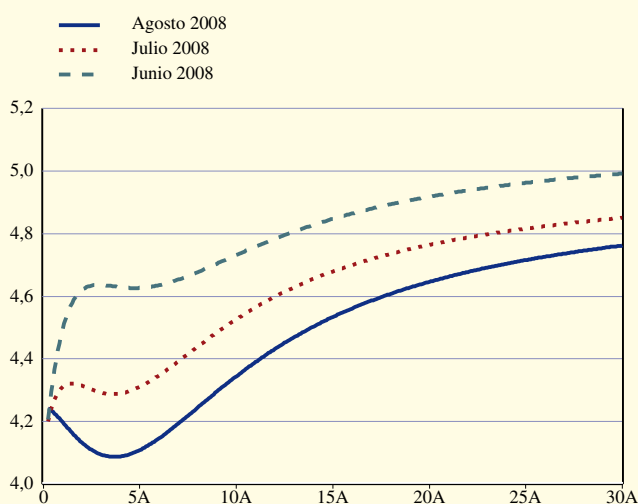
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

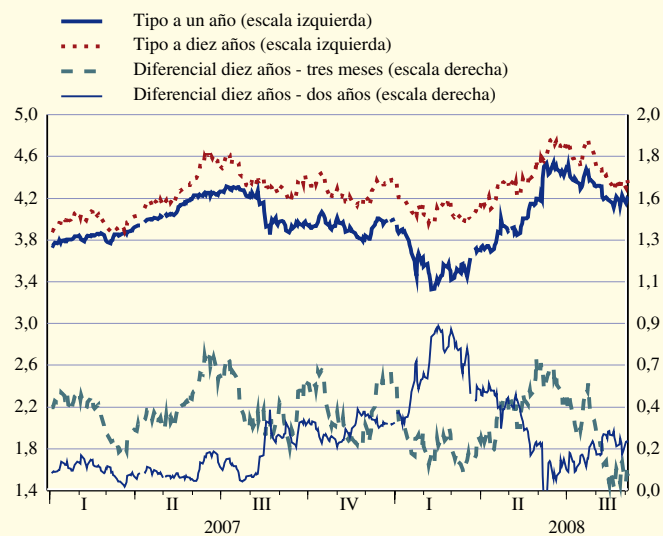
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
Ago	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82

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.

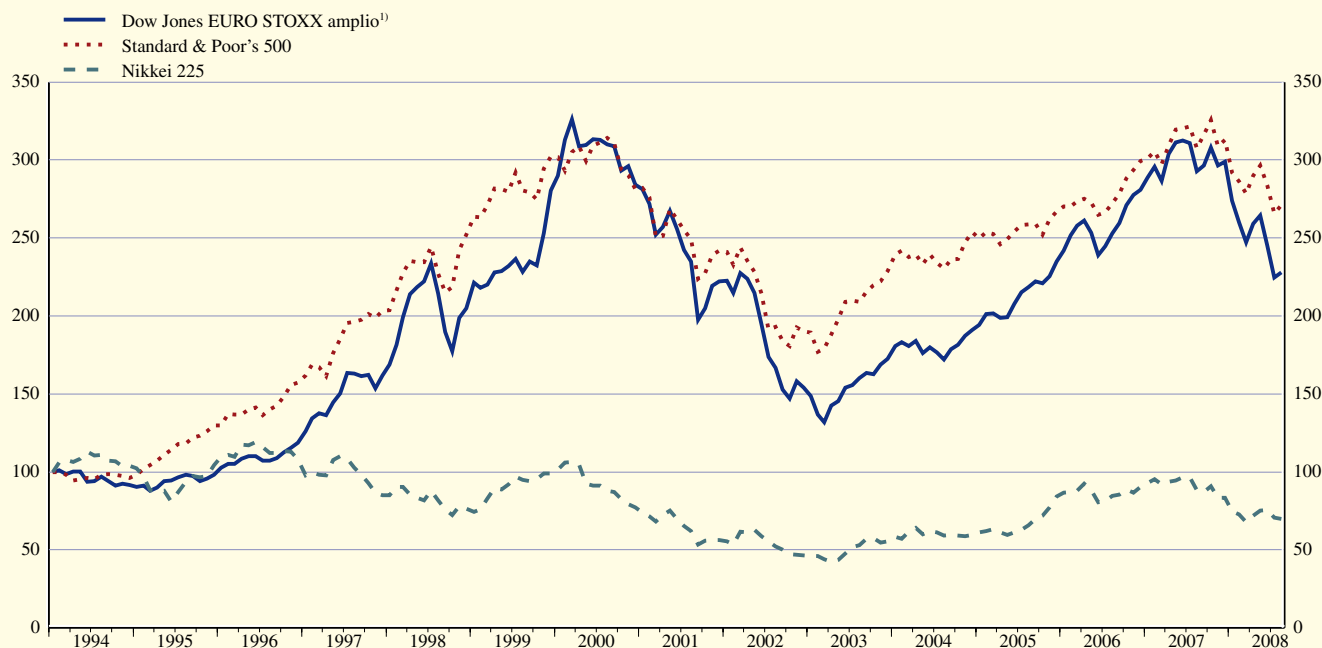
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
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 Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
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
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
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
Ago	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	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	0,5	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	0,2	6,0	0,6	3,8	2,4
2008 Mar	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,5	0,3	0,7	0,1	2,3	0,4	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	-0,1	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	0,3	3,8	2,4
Jun	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,2	2,5
Jul	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,3	2,8
Ago ⁴⁾	.	3,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ³⁾	19,5	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	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2
2008 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	4,0	4,5	0,8	16,1	2,3	1,9	4,0	-1,9	3,2	2,2
Jul	6,1	7,2	4,4	4,6	0,5	17,1	2,3	1,9	4,1	-2,2	3,4	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						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero		No duradero					
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
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	7,7	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	3,9	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,1	-	-	44,0	7,1	78,5
2008 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	4,9	2,0	4,4	2,3	4,8	21,5	-	-	51,2	9,6	85,9
Jul	129,8	9,0	7,2	4,3	5,6	2,0	4,3	2,4	4,6	24,5	-	-	46,8	9,8	85,3
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	40,5	10,5	77,0

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	2,2	3,3	2,1	2,3
2007	122,8	2,6	2,8	2,1	2,1	2,8	2,1	2,2
2007 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
II	.	.	.	.	.	.	.	2,8

Fuentes: Eurostat, HWWI (columnas 13 y 14 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 15 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

- 1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- 2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.
- 8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2004	107,6	0,8	-12,2	-1,2	3,2	0,1	2,3	2,1	
2005	108,7	1,1	8,4	-1,0	3,0	0,7	1,9	2,0	
2006	109,8	1,0	2,3	-0,6	2,8	0,2	2,3	2,3	
2007	111,5	1,5	0,6	-0,3	3,9	1,0	2,8	1,8	
2007 I	110,6	1,0	0,0	-0,9	2,3	0,0	2,4	2,1	
II	111,3	1,3	0,9	0,2	4,1	0,4	3,0	0,9	
III	111,4	1,5	0,9	-0,8	4,9	1,5	2,6	1,8	
IV	112,5	2,4	0,8	0,3	4,4	2,2	3,6	2,5	
2008 I	113,3	2,4	1,3	1,1	1,8	2,0	4,2	2,4	
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	102,3	1,4	15,4	4,1	-0,3	1,4	-0,6	0,2	
2005	103,0	0,7	-6,1	2,8	-1,0	1,0	0,4	-0,2	
2006	104,3	1,2	0,4	4,0	0,6	1,4	-0,1	-0,7	
2007	105,2	0,8	2,5	3,0	-0,6	0,9	-0,9	0,6	
2007 I	105,2	1,4	3,0	3,3	1,7	2,1	-0,3	0,3	
II	105,1	0,9	2,8	2,9	-1,6	1,5	-1,3	0,8	
III	105,3	0,7	2,1	3,2	-1,6	0,5	-1,0	0,4	
IV	105,3	0,3	2,1	2,7	-0,8	-0,3	-1,1	0,6	
2008 I	105,7	0,5	2,3	2,1	2,2	0,1	-1,2	0,3	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,0	2,0	2,5	1,0	1,5
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,6	2,4	3,4
2006	113,7	1,9	2,3	2,2	2,0	2,8	2,7	3,9
2007	116,2	2,2	2,2	2,1	1,6	2,7	1,4	1,2
2007 II	116,0	2,2	1,9	1,9	0,9	2,9	1,6	0,7
III	116,6	2,3	2,2	2,0	1,5	2,5	1,2	1,0
IV	117,0	2,3	2,8	2,8	2,3	2,6	1,4	2,7
2008 I	117,8	2,2	2,8	3,1	1,8	2,3	2,2	3,8
II	118,7	2,3	2,9	3,3	1,4	2,3	2,9	4,3

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	7.806,4	7.655,3	4.470,9	1.594,8	1.580,7	8,9	151,1	2.861,7	2.710,6
2005	8.103,5	7.986,4	4.644,8	1.657,8	1.675,6	8,2	117,0	3.082,0	2.965,0
2006	8.503,0	8.404,1	4.840,7	1.723,8	1.824,4	15,2	98,9	3.422,5	3.323,7
2007	8.923,5	8.791,2	5.021,9	1.792,4	1.954,0	22,9	132,3	3.682,4	3.550,1
2007 II	2.220,6	2.183,7	1.249,0	445,6	484,3	4,8	36,8	913,4	876,6
2007 III	2.244,0	2.212,4	1.262,8	449,9	490,5	9,3	31,6	932,3	900,8
2007 IV	2.261,1	2.230,8	1.276,6	454,2	498,7	1,3	30,3	939,4	909,1
2008 I	2.291,7	2.264,2	1.286,7	456,8	509,7	11,0	27,5	965,8	938,3
2008 II	2.304,3	2.276,2	1.295,7	459,1	507,0	14,4	28,1	973,7	945,6
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,9	0,3	1,5	-	-
	Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 II	0,5	0,3	0,7	0,2	0,1	-	-	1,3	0,8
2007 III	0,6	0,7	0,4	0,5	0,9	-	-	1,8	2,2
2007 IV	0,4	0,0	0,2	0,3	1,1	-	-	0,4	-0,4
2008 I	0,7	0,7	0,0	0,3	1,5	-	-	1,8	1,9
2008 II	-0,2	-0,2	-0,2	0,5	-1,2	-	-	-0,4	-0,4
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,1	2,0	1,6	1,6	2,3	-	-	7,3	7,1
2005	1,7	1,9	1,7	1,6	3,2	-	-	4,9	5,6
2006	2,8	2,7	1,9	1,9	5,6	-	-	8,0	7,8
2007	2,6	2,4	1,6	2,4	4,3	-	-	6,1	5,5
2007 II	2,6	2,3	1,8	2,4	3,5	-	-	6,1	5,4
2007 III	2,6	2,2	1,8	2,5	3,7	-	-	7,3	6,5
2007 IV	2,1	2,1	1,2	2,1	3,2	-	-	4,1	4,0
2008 I	2,1	1,7	1,2	1,3	3,7	-	-	5,4	4,7
2008 II	1,4	1,3	0,4	1,7	2,4	-	-	3,6	3,4
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2007 II	0,5	0,3	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
2007 III	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
2007 IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,4	0,3	-	-
2008 I	0,7	0,7	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-	-
2008 II	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,0	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	1,8	1,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,8	2,7	1,1	0,4	1,2	0,0	0,2	-	-
2007	2,6	2,4	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 II	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	0,0	0,3	-	-
2007 III	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
2007 IV	2,1	2,0	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 I	2,1	1,7	0,7	0,3	0,8	0,0	0,3	-	-
2008 II	1,4	1,3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-	-

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	7.008,7	153,6	1.437,7	413,1	1.488,4	1.912,8	1.603,1	797,7
2005	7.262,6	141,5	1.478,4	439,1	1.528,1	2.010,1	1.665,4	840,8
2006	7.594,0	139,3	1.548,3	477,1	1.585,6	2.123,0	1.720,6	909,0
2007	7.966,6	150,2	1.625,5	516,9	1.652,7	2.234,3	1.787,0	956,9
2007 II	1.982,0	36,9	404,7	128,1	411,8	555,5	445,0	238,6
III	2.004,3	38,2	409,7	129,6	416,3	562,3	448,2	239,7
IV	2.023,1	38,8	411,8	132,4	418,3	568,2	453,6	238,0
2008 I	2.049,6	39,8	418,5	136,6	423,2	575,6	455,8	242,1
II	2.065,7	40,3	418,0	135,4	424,2	583,4	464,4	238,6
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,5	20,7	28,0	22,4	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)³⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 II	0,6	-0,8	0,8	-0,7	1,0	0,8	0,5	-1,0
III	0,6	-1,1	0,9	-0,1	0,5	0,7	0,4	0,7
IV	0,5	1,0	0,5	1,0	0,2	0,6	0,4	-0,5
2008 I	0,6	1,2	0,4	2,5	0,7	0,5	0,2	1,3
II	-0,1	-0,1	-0,8	-2,2	-0,4	0,7	0,6	-1,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,3	12,1	2,7	1,0	2,6	1,7	1,5	1,0
2005	1,7	-6,9	1,7	1,5	1,7	2,8	1,3	1,7
2006	2,8	-1,1	3,6	3,2	2,9	3,6	1,2	3,1
2007	2,8	1,4	3,4	3,3	2,7	3,3	1,8	1,2
2007 II	2,8	1,2	3,3	2,8	2,9	3,2	1,9	0,9
III	2,7	0,8	3,5	2,1	2,7	3,2	1,8	1,8
IV	2,4	0,6	3,1	1,6	1,8	3,1	1,9	-0,3
2008 I	2,3	0,3	2,6	2,7	2,4	2,6	1,4	0,5
II	1,6	1,0	1,0	1,2	1,0	2,5	1,5	0,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2007 II	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 I	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-
II	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,5	0,4	-
2005	1,7	-0,2	0,3	0,1	0,4	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 II	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	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	0,4	0,9	0,4	-
2008 I	2,3	0,0	0,5	0,2	0,5	0,7	0,3	-
II	1,6	0,0	0,2	0,1	0,2	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	
				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	1,5	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	4,9	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	2,3	1,2	2,5	-0,5	3,2
2007 III	3,7	112,9	3,9	4,2	4,0	3,5	6,6	3,0	2,1	3,2	1,1	1,7
IV	2,5	112,7	2,9	2,6	2,0	1,8	5,2	0,7	-2,7	1,2	5,5	-0,4
2008 I	2,4	113,1	2,5	1,9	1,8	1,5	5,2	0,3	-1,9	0,7	4,4	1,4
II	0,4	112,3	0,9	1,0	0,6	0,1	3,7	-1,5	-3,4	-1,1	1,5	-2,3
2008 Ene	3,3	113,2	3,3	3,3	3,1	2,2	6,8	1,6	-0,5	2,0	2,9	3,2
Feb	3,3	113,4	3,1	2,9	3,4	1,9	6,5	0,9	-1,1	1,2	4,4	4,4
Mar	0,9	112,7	1,4	-0,2	-0,8	0,6	2,9	-1,4	-3,8	-1,0	6,1	-2,4
Abr	3,0	113,8	4,0	4,4	4,3	2,6	7,5	0,7	1,1	0,6	6,3	-2,3
May	-0,6	111,7	-0,5	-0,5	-1,1	-0,7	2,6	-3,5	-5,3	-3,2	-1,0	-1,6
Jun	-1,2	111,4	-0,8	-0,8	-1,2	-1,4	1,2	-1,5	-5,7	-0,8	-0,8	-3,2
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2008 Ene	0,9	-	0,6	1,0	1,2	0,7	2,2	0,7	1,7	0,6	-4,4	2,3
Feb	0,4	-	0,2	0,0	0,3	0,2	0,5	-0,4	-0,1	-0,4	1,6	0,9
Mar	-1,1	-	-0,6	-0,7	-1,8	-0,6	-1,8	-0,8	-1,9	-0,6	2,9	-2,7
Abr	0,6	-	0,9	0,4	2,0	0,3	2,1	0,5	1,9	0,2	-1,1	-0,8
May	-1,6	-	-1,9	-1,4	-2,4	-1,5	-2,0	-1,7	-3,3	-1,4	-2,5	0,1
Jun	-0,4	-	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	0,6	-0,4	0,8	0,9	-1,0

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	109,1	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	128,8	8,3	126,1	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,1	964	-0,5
2007 III	129,1	6,4	127,5	6,3	2,6	110,2	1,3	-0,8	2,8	5,6	2,6	963	2,1
IV	131,2	8,2	127,0	5,2	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,3	-1,2	976	0,3
2008 I	130,8	3,9	131,3	4,5	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,4	947	-0,6
II	128,7	-0,2	132,2	6,2	1,9	107,9	-1,5	-2,4	-1,0	-2,3	-2,3	910	-5,0
2008 Feb	131,4	9,5	131,8	10,3	4,8	109,2	1,7	0,5	2,4	4,8	0,0	975	5,7
Mar	129,0	-3,8	130,0	-3,1	0,9	108,0	-2,9	-3,3	-2,8	-6,8	-4,2	916	-4,7
Abr	133,7	12,7	132,8	14,5	1,1	107,8	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,3	942	2,2
May	126,4	-4,4	131,3	1,1	3,8	108,5	0,3	-0,8	0,8	5,4	-0,8	897	-9,9
Jun	126,1	-7,5	132,4	3,7	0,8	107,5	-3,2	-4,2	-2,5	-2,9	-4,7	891	-6,5
Jul	.	.	.	.	0,9	107,1	-2,8	-3,4	-2,2	.	.	.	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2008 Feb	-	-0,4	-	-0,2	0,0	-	-0,2	0,1	-0,5	1,5	-0,2	-	2,7
Mar	-	-1,9	-	-1,4	-0,9	-	-1,1	-0,5	-1,5	-6,4	-2,2	-	-6,0
Abr	-	3,6	-	2,2	0,4	-	-0,1	-0,4	0,1	-0,6	0,9	-	2,8
May	-	-5,4	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,0	1,0	6,1	0,2	-	-4,8
Jun	-	-0,3	-	0,9	-0,6	-	-0,9	-0,7	-0,9	-2,6	-1,7	-	-0,7
Jul	-	.	-	.	0,0	-	-0,4	-0,9	-0,1	.	.	-	.

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 62,6% del total de las manufacturas en el año 2000.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) 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	81,4	-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 II	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
II	96,5	-3	-6	9	7	83,4	-15	-10	-22	13	-14
2008 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
Ago	88,8	-10	-14	12	-4	-	-19	-12	-28	23	-14

	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 II	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
III	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
IV	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 I	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
II	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
2008 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
June	-11	-19	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14
Jul	-14	-23	-6	-9	-10	17	1	1	-8	4	7
Ago	-13	-20	-6	-11	-9	20	-5	3	-3	3	9

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	10,0
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,2	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,514	8,3	9,774	7,3	2,740	16,2	6,215	7,4	6,299	9,3
2007	11,372	7,4	8,894	6,5	2,478	14,8	5,592	6,6	5,780	8,4
2007 II	11,406	7,5	8,932	6,6	2,474	14,8	5,583	6,6	5,823	8,5
III	11,273	7,3	8,825	6,5	2,448	14,6	5,561	6,6	5,712	8,3
IV	11,176	7,3	8,719	6,4	2,457	14,6	5,517	6,5	5,659	8,2
2008 I	11,123	7,2	8,687	6,3	2,436	14,5	5,503	6,5	5,620	8,1
II	11,293	7,3	8,804	6,4	2,489	14,8	5,661	6,6	5,632	8,1
2008 Feb	11,112	7,2	8,679	6,3	2,433	14,5	5,495	6,5	5,617	8,1
Mar	11,116	7,2	8,678	6,3	2,438	14,5	5,515	6,5	5,601	8,1
Abr	11,224	7,3	8,752	6,3	2,473	14,7	5,596	6,6	5,629	8,1
May	11,308	7,3	8,810	6,4	2,497	14,8	5,671	6,6	5,636	8,1
Jun	11,348	7,3	8,850	6,4	2,498	14,9	5,717	6,7	5,631	8,1
Jul	11,375	7,3	8,894	6,4	2,481	14,7	5,756	6,7	5,619	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⁾	
		Impuest. directos	Hogares		Empresas		Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales		Empleadores	Asalariados	Ventas		Impuest. sobre el capital
			3	4	5	6			7	8						9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,4	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				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						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	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	-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	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	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	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	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	0,0	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	0,0	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	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	
	1	2	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.

1) Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

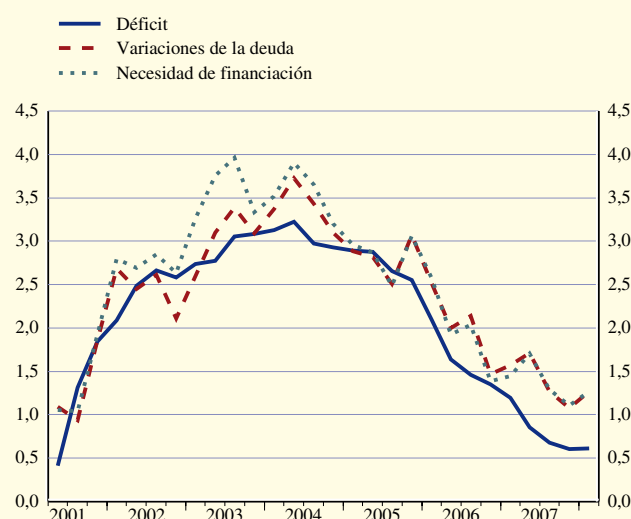
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 II	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
III	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,5	2,5	11,7	4,9	51,4
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
IV	68,5	2,5	11,4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

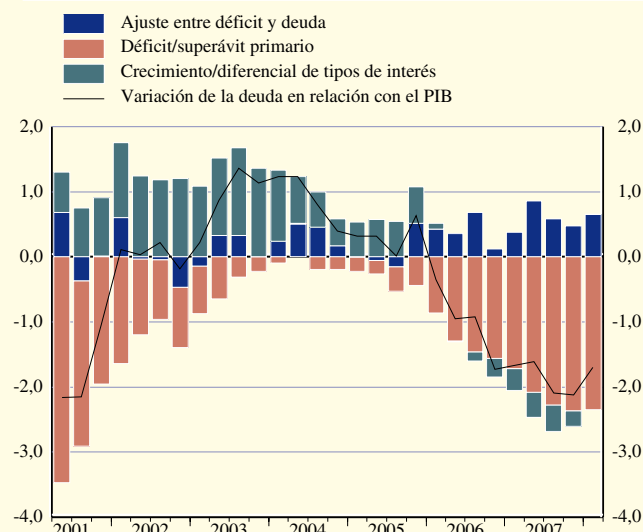
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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

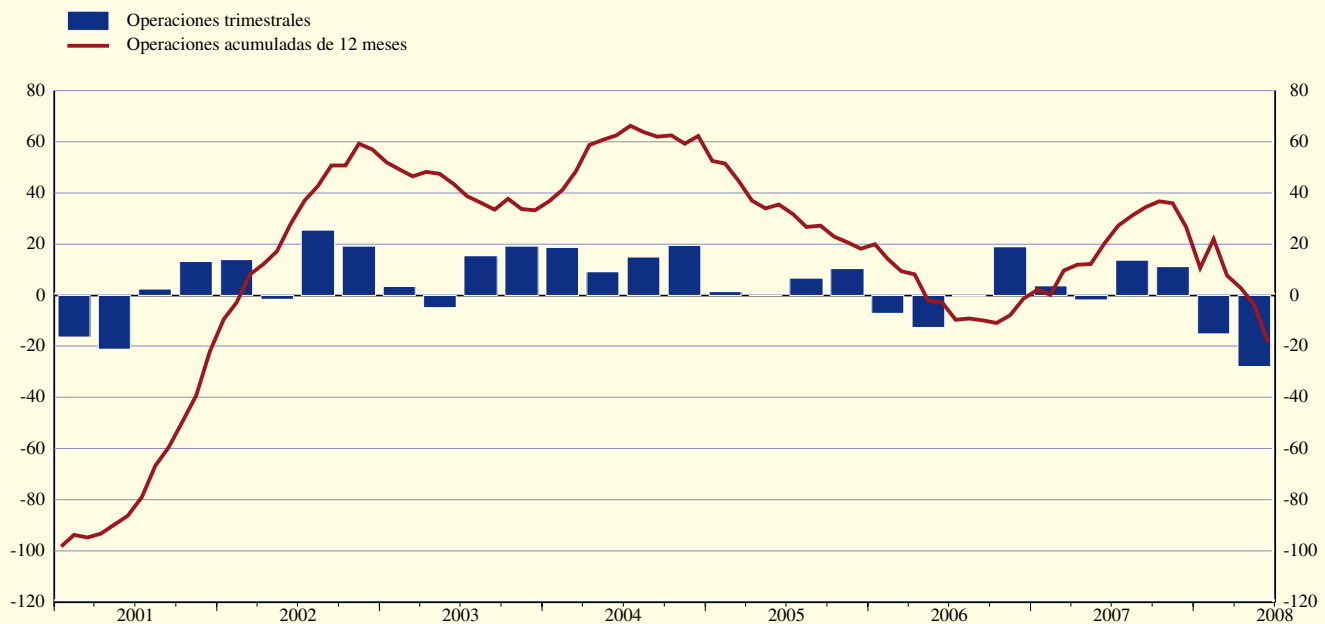
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(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 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
II	-28,0	2,9	11,3	-24,3	-17,9	2,1	-25,9	79,2	-53,2	72,7	-39,0	98,9	-0,1	-53,3
2007 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	-19,6	-3,3	4,1	-15,6	-4,8	1,8	-17,8	45,3	-8,8	22,2	-29,6	58,7	2,8	-27,5
Jun	-1,0	1,9	4,2	-1,8	-5,4	-0,2	-1,2	15,7	-22,0	54,2	4,8	-21,7	0,5	-14,5
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2008 Jun	-18,4	26,8	49,5	-1,6	-93,1	14,9	-3,5	115,4	-203,2	148,9	-109,5	283,9	-4,7	-111,9

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

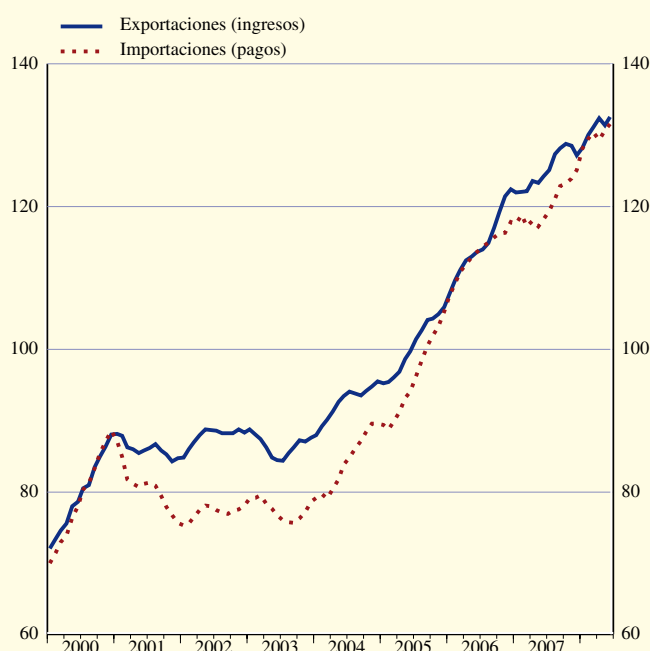
(mm de euros; operaciones)

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 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
II	695,4	723,4	-28,0	402,2	399,3	122,1	110,8	150,6	174,9	20,5	-	38,4	-	6,2	4,1
2008 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	225,5	245,1	-19,6	128,4	131,7	40,0	36,0	50,2	65,8	6,8	.	11,7	.	2,7	0,9
Jun	234,5	235,5	-1,0	135,8	133,9	42,2	38,0	50,3	52,1	6,2	.	11,6	.	2,0	2,2
	Datos desestacionalizados														
2007 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	.	.	.
II	687,6	699,9	-12,2	397,7	394,8	122,3	113,9	144,0	148,0	23,7	.	43,2	.	.	.
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	228,0	233,5	-5,5	130,7	132,9	40,7	37,5	49,5	50,2	7,1	.	12,9	.	.	.
Jun	224,6	232,8	-8,2	131,3	133,3	40,1	38,6	46,6	47,8	6,6	.	13,1	.	.	.

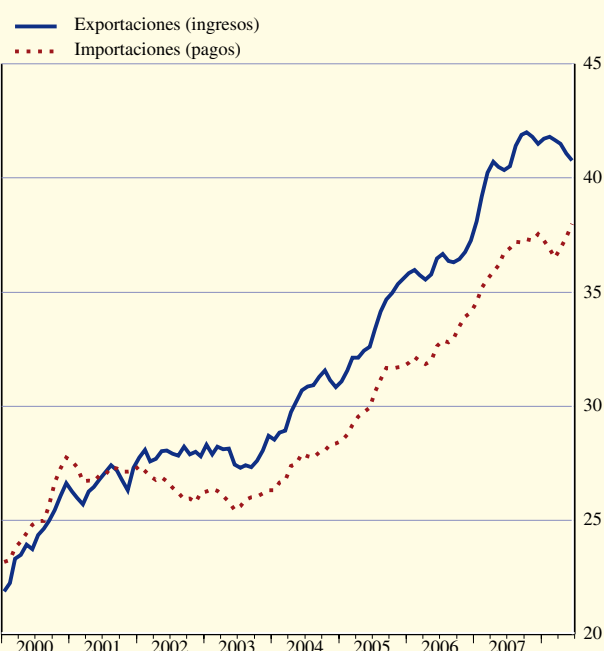
C31 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C32 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			1	2											3	4	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
		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	114,6	-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	121,5	-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	16,4	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	21,2	-1,1	402,4	285,1	426,8	662,4	90,5	865,2	938,9	5,3
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
II	45,6	124,9	-79,2	2,0	5,4	-3,4	21,6	-31,6	90,2	162,9	39,0	-105,3	-6,4	0,1
2008 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	59,2	104,5	-45,3	.	.	.	10,1	1,3	53,7	76,0	29,6	-31,4	27,2	-2,8
Jun	-97,4	-81,7	-15,7	.	.	.	30,3	8,3	5,4	59,5	-4,8	-127,8	-149,5	-0,5
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	1,5	-79,8	-36,9	-363,5	-447,2	-30,9	-131,1	-152,2	3,9
Otros flujos debidos a las 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 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
II	9,2	9,2	.	.	.	.	10,9	5,5	5,9	6,5	.	9,5	15,0	1,4

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)

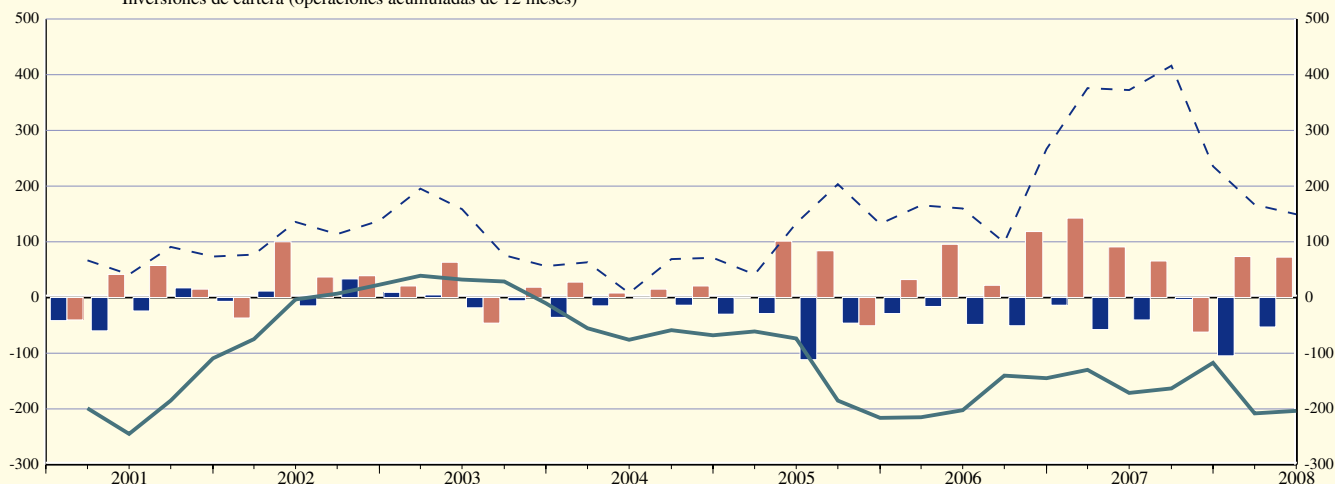
2. Inversiones directas

	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 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
II	21,6	1,4	8,9	-7,5	20,2	-1,8	22,0	-31,6	-29,1	-1,7	-27,4	-2,5	0,2	-2,7
2008 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	11,0	2,2	8,9	-0,9	-1,7	0,8	1,3	3,7	-2,0	5,7	-2,4	0,4	-2,8
Jun	30,3	15,4	2,3	13,0	14,9	0,0	14,9	8,3	-0,9	-0,8	-0,2	9,2	-0,2	9,4
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 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
II	10,9	9,1	14,7	8,6	19,0	6,1	19,2	5,5	4,1	0,8	4,2	10,0	10,7	10,0

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones													
		Total		IFM		No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario										
	1	2	3	Euro-sistema	4	5	AAPP	6	7	8	Euro-sistema	9	10	11	12	13	Euro-sistema	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 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				
II	90,2	14,3	-4,3	0,1	18,6	-	71,5	37,2	0,9	34,3	-	4,4	-3,3	0,5	7,7	-				
2008 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	53,7	12,0	3,7	0,1	8,3	-	35,4	10,7	0,7	24,7	-	6,3	3,2	0,2	3,2	-				
Jun	5,4	1,0	-9,1	0,0	10,1	-	9,4	8,5	-0,2	0,8	-	-5,0	-8,0	0,1	3,0	-				
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 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				
II	5,9	-0,3	-26,6	3,8	1,5	-	9,7	11,9	6,1	8,3	-	16,4	20,9	89,5	-1,7	-				

4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
		Total		IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	AAPP	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 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	
II	162,9	5,1	30,3	-25,2	130,1	60,6	69,5	-	27,8	0,5	27,3	-	
2008 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	76,0	18,5	-	-	72,6	-	-	-	-15,2	-	-	-	
Jun	59,5	7,7	-	-	29,0	-	-	-	22,9	-	-	-	
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 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	
II	6,5	1,6	12,4	-1,7	11,5	15,1	9,7	-	6,9	17,2	0,1	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

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 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
II	-105,3	1,8	-	-	-106,2	-	-	7,0	-	-	6,3	-7,9	-	-	-46,4
2008 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
Jun	-127,8	0,3	-	-	-122,7	-	-	1,3	-	-	1,1	-6,6	-	-	-20,1
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 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
II	9,5	86,6	-	-	7,4	-	-	-11,7	-	-	-32,0	15,0	-	-	-10,5

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 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
II	-6,4	30,5	-	-	-24,6	-	-	-2,1	-	-	-	-10,3	-	-	-
2008 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	-	-	-	8,0	-	-	-
Jun	-149,5	2,7	-	-	-143,1	-	-	-0,2	-	-	-	-8,9	-	-	-
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 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
II	15,0	80,9	-	-	11,8	-	-	-0,7	-	-	-	20,8	-	-	-

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)

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 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	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	-	-	-	0,6	0,0	59,4	-59,2
Jul	355,6	206,5	351,082	4,4	3,9	140,8	7,2	25,8	108,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-61,9
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 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	-	-
II	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 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	-	-	-
II	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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.

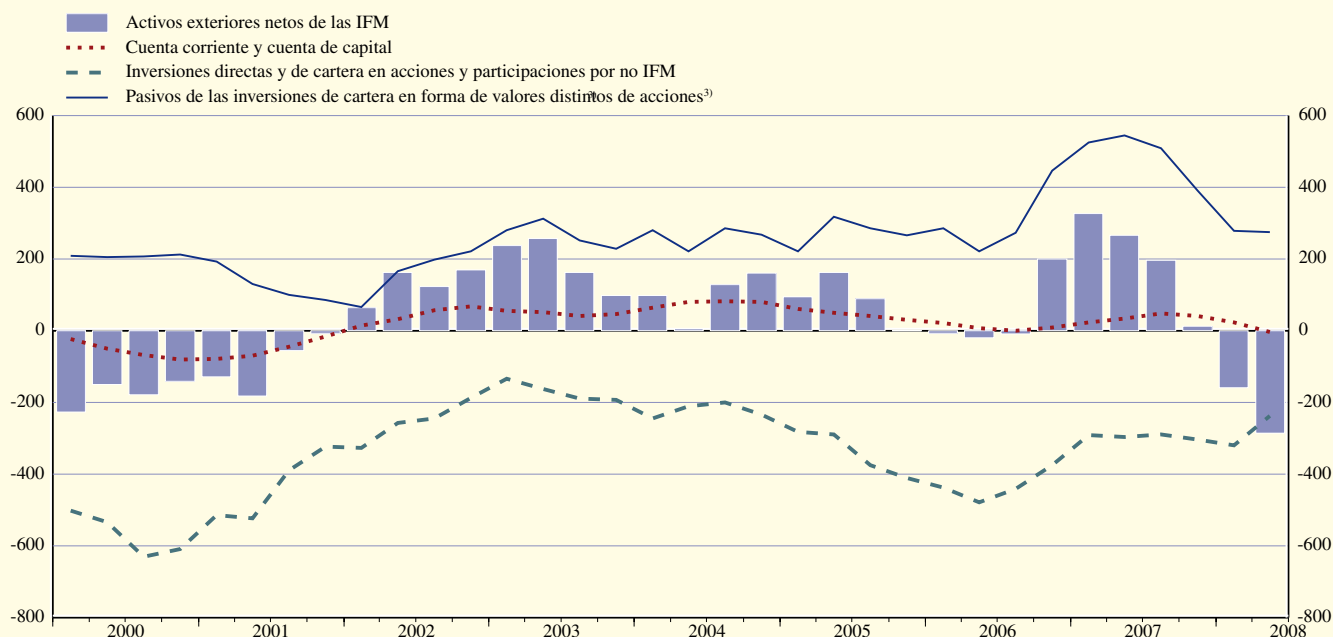
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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 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	53,0	-45,7	38,1	-14,9	-9,4	-83,9	-83,3
II	-26,1	-14,5	-31,8	-60,5	-12,6	130,6	0,8	-12,4	-39,0	-53,1	-118,6	-128,4
2007 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	-47,9
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	3,3	-28,7	32,8	2,6	-0,9	-47,1	-51,0
Abr	-6,9	23,1	-41,2	-10,5	-37,2	43,4	-1,4	-9,6	-14,2	-11,3	-65,7	-73,0
May	-17,9	-9,7	0,9	-36,2	3,5	38,2	-3,1	6,4	-29,6	-27,4	-74,8	-70,1
Jun	-1,3	-28,0	8,4	-13,9	21,0	49,0	5,3	-9,1	4,8	-14,4	21,9	14,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 Jun	-3,2	-328,9	156,5	-131,5	-21,3	274,1	-208,7	215,9	-109,6	-99,3	-255,8	-286,4

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	1.144,4	543,6	246,4	313,7	995,0	1.075,8	604,7	184,3	256,8	771,3	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,3	589,9	269,1	333,8	1.068,7	1.227,3	705,9	208,3	277,0	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,8	686,4	296,5	365,3	1.182,9	1.397,4	856,7	216,5	304,6	943,8	224,6
2007	8,4	5,7	1.501,0	736,9	324,6	393,6	1.275,8	1.475,1	898,6	225,3	324,1	1.010,3	223,3
2007 I	9,0	5,3	367,6	180,6	79,6	96,6	311,4	359,4	216,6	56,8	79,8	250,2	48,1
II	9,4	3,7	370,4	181,5	80,6	97,1	316,9	360,5	220,9	54,1	79,4	249,6	52,9
III	10,2	6,4	381,3	187,3	82,0	100,1	326,2	375,3	227,1	58,1	82,6	259,8	57,5
IV	5,4	7,3	381,6	187,5	82,4	99,7	321,3	379,9	234,0	56,2	82,4	250,6	64,7
2008 I	6,7	9,2	395,1	194,0	83,9	104,2	331,2	395,2	246,6	57,2	81,6	255,6	70,0
II	7,8	11,4	396,9	.	.	.	330,3	399,5	.	.	.	251,4	.
2008 Ene	10,1	12,6	132,3	65,3	28,2	35,2	110,7	133,7	82,8	19,6	28,0	85,9	24,6
Feb	13,0	10,1	134,1	65,9	28,6	35,6	112,9	131,7	81,8	19,0	27,3	86,0	21,5
Mar	-1,8	5,2	128,7	62,7	27,1	33,4	107,6	129,8	82,0	18,5	26,2	83,7	23,9
Abr	16,1	15,8	136,0	67,5	28,5	35,7	112,6	134,6	84,4	18,5	27,2	84,4	23,9
May	2,8	7,0	129,6	63,8	27,0	33,4	108,3	130,6	83,3	17,8	26,4	83,3	24,1
Jun	4,9	11,4	131,4	.	.	.	109,5	134,4	.	.	.	83,6	.
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	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,2	141,5	138,8	151,4	139,5	142,1	126,0	120,0	137,4	138,6	133,8	107,6
2007 I	7,1	6,4	139,8	137,2	149,0	137,1	139,1	126,3	121,4	137,3	137,0	132,4	109,4
II	6,4	3,5	139,3	136,3	149,8	137,9	140,6	124,5	119,8	132,6	137,2	132,3	106,5
III	7,4	5,4	143,3	140,5	152,7	141,5	144,9	126,8	119,5	141,9	139,6	136,8	106,6
IV	3,4	1,6	143,6	141,0	153,9	141,6	143,6	126,3	119,3	137,8	140,5	133,6	108,0
2008 I	3,8	-1,1	146,2	142,5	154,2	146,1	146,8	125,7	119,3	138,7	137,3	134,3	109,3
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Ene	6,9	1,9	147,3	144,6	155,6	149,1	147,7	128,2	121,5	142,6	140,2	135,4	117,2
Feb	9,8	-0,3	148,6	145,3	158,4	148,8	149,8	126,0	119,3	137,8	137,8	135,2	101,6
Mar	-4,0	-4,9	142,7	137,6	148,7	140,5	142,9	123,0	117,2	135,7	133,9	132,4	109,1
Abr	13,7	5,3	150,7	147,8	158,2	150,2	149,7	127,3	120,2	136,4	139,5	134,0	106,9
May	0,9	-4,9	143,3	138,9	149,4	141,6	144,8	120,9	114,6	131,2	136,1	132,2	100,2
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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
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	108,3	111,2	101,7	109,1	104,6	123,0	140,0	89,9	107,7	103,6	209,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 Ene	3,1	10,5	108,0	110,7	101,7	108,5	104,2	122,4	138,5	89,8	108,5	103,7	205,8
Feb	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,7	139,4	90,4	107,9	103,9	206,7
Mar	2,4	10,6	108,5	111,7	102,2	109,2	104,8	123,9	142,1	89,4	106,6	103,3	214,4
Abr	2,2	10,0	108,5	112,0	101,0	109,2	104,6	124,1	142,6	88,5	106,1	102,9	218,7
May	1,9	12,5	108,7	112,6	101,1	108,3	104,0	126,8	147,6	88,5	105,3	103,0	235,7
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	111,3	110,7	105,9	109,4	119,4	110,8
II	115,7	115,7	113,2	-	-	-	122,6	113,3
2007 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	109,6
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	110,4	-	-	-	118,2	109,5
Mar	114,6	115,0	112,9	-	-	-	121,5	112,8
Abr	116,0	116,1	113,9	-	-	-	123,1	113,8
May	115,5	115,5	113,1	-	-	-	122,4	113,1
Jun	115,4	115,4	112,6	-	-	-	122,4	113,0
Jul	115,8	115,5	112,5	-	-	-	122,8	113,2
Ago	113,5	113,2	110,1	-	-	-	120,0	110,5
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Ago	-2,0	-2,0	-	-	-	-	-2,3	-2,4
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Ago	6,0	5,1	3,5	-	-	-	5,5	4,2

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

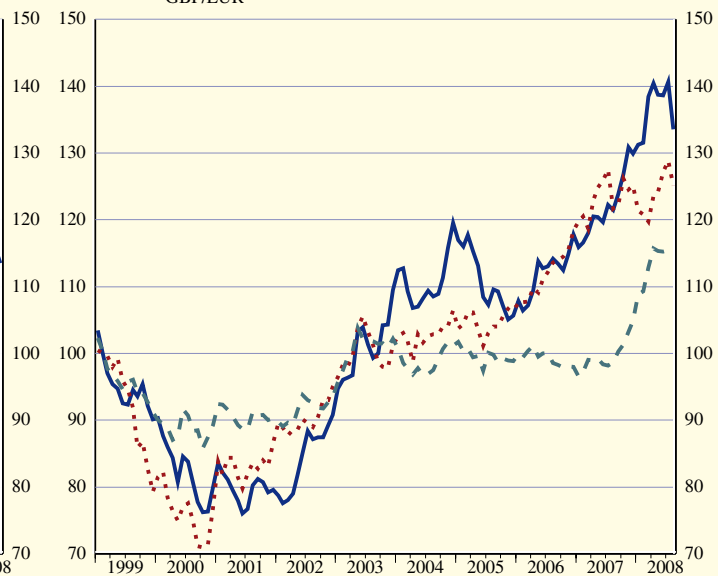
— TCE-22 nominal
 TCE-22 real deflactor por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar 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 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
Ago	7,4595	9,3984	0,79279	1,4975	163,63	1,6212	1.566,23	11,6932	2,1024	1,5765	7,9723	1,6961
% variación sobre mes anterior												
2008 Ago	0,0	-0,6	0,0	-5,0	-2,9	0,1	-2,4	-4,9	-1,9	-1,3	-0,9	3,5
% variación sobre año anterior												
2008 Ago	0,2	0,8	17,0	9,9	2,9	-1,0	23,0	9,8	1,3	9,3	0,0	3,2

	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 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
Ago	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	30,334	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669
% variación sobre mes anterior											
2008 Ago	3,2	0,0	0,1	0,0	1,8	1,0	0,1	0,0	-1,4	-0,5	-7,6
% variación sobre año anterior											
2008 Ago	-12,8	0,0	0,9	0,0	-7,6	-13,6	-9,7	0,0	9,4	-1,7	-1,4

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	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 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
Ago	2,4103	10,2609	122,07	13.700,21	4,9843	15,1269	2,1097	67,307	36,2502	11,4680	50,697
% variación sobre mes anterior											
2008 Ago	-4,0	-4,8	-1,2	-5,1	-2,8	-6,1	0,9	-4,8	-1,6	-4,7	-4,0
% variación sobre año anterior											
2008 Ago	-9,8	-0,5	38,0	7,3	5,0	0,5	12,3	7,1	3,8	16,6	17,0

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
Jul	14,4	6,8	4,4	11,2	16,5	12,4	7,0	4,5	9,1	4,4	4,1	4,4
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
Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2008 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
Jul	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	5,06	4,37	5,00
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2008 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	6,58	11,29	4,34	5,02	5,93
Jul	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	4,33	5,09	5,83
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	6,6	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 IV	6,9	6,3	1,5	4,8	8,1	8,5	0,7	6,6	6,6	14,3	2,4	2,8
2008 I	7,0	5,3	-0,7	0,1	3,3	6,8	1,2	6,2	8,2	8,7	1,9	2,3
II	.	.	1,3	.	.	5,5	1,8	6,1	9,3	7,6	1,0	1,4
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 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	-2,2	-11,2	-18,3	-14,0	-1,3	-3,3	-14,3	-0,5	10,4	-2,2
II	.	.	2,7	.	.	-10,0	.	-4,0	-14,2	-5,0	4,3	.
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,2	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	0,1	12,3	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	2,3	3,7	18,9	24,9	7,0	6,8	2,5	14,9	0,2	4,3	1,3
2007 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
II	.	.	3,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2007 IV	6,1	4,9	3,3	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 I	6,1	4,5	3,0	4,2	6,1	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,8	5,2
II	5,6	4,4	2,7	3,9	5,6	4,5	7,6	7,5	.	10,4	5,5	.
2008 Mar	6,0	4,4	2,9	4,2	6,0	4,7	7,6	7,5	6,0	10,3	5,8	5,2
Abr	5,6	4,4	2,7	4,1	5,6	4,5	7,5	7,6	.	10,4	5,6	5,2
May	5,6	4,4	2,7	3,9	5,6	4,5	7,6	7,5	.	10,4	5,4	5,3
Jun	5,5	4,4	2,6	3,9	5,7	4,4	7,6	7,3	.	10,4	5,3	.
Jul	5,3	4,3	2,3	4,0	5,7	4,6	7,6	6,8	.	10,3	5,3	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

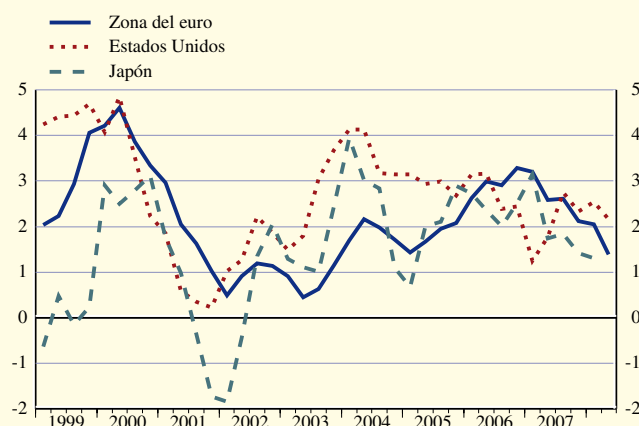
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo 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	2,2	2,9	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 II	2,7	3,7	1,8	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
IV	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 I	4,1	0,3	2,5	2,0	4,9	6,5	3,26	4,24	1,4976	.	.
II	4,4	1,4	2,2	-0,2	5,3	6,3	2,75	4,81	1,5622	.	.
2008 Abr	3,9	-	-	0,0	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	-	-	-0,5	5,5	6,1	2,77	4,81	1,5553	-	-
Jul	5,6	-	-	-0,9	5,7	6,3	2,79	4,80	1,5770	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	2,81	4,63	1,4975	-	-
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	-1,6	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 II	-0,1	-1,5	1,8	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	-1,5	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	-0,1	1,2	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
II	1,4	.	1,0	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 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	.	-	0,1	4,1	2,2	0,92	1,88	166,26	-	-
Jul	2,3	.	-	2,0	.	2,1	0,92	1,77	168,45	-	-
Ago	.	.	-	.	.	.	0,89	1,70	163,63	-	-

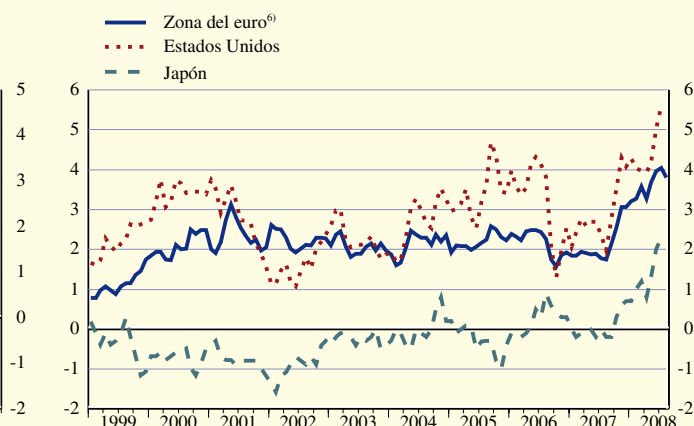
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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 3 de septiembre 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 Euro-sistema. 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 Euro-sistema. 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) nº 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 nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones 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.cmf.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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 Y 4 DE SEPTIEMBRE 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 junio y agosto 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.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», por Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.
 «Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 923 «Resuscitating the wage channel in models with unemployment fluctuations», por K. Christoffel y K. Kuester, agosto 2008.
- 924 «Government spending volatility and the size of nations», por D. Furceri y M. Poplawski Ribeiro, agosto 2008.
- 925 «Flow on conjunctural information and forecast of euro area economic activity», por K. Drechsel y L. Maurin, agosto 2008.
- 926 «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», por R. A. De Santis, C. A. Favero y B. Roffia, agosto 2008.
- 927 «Monetary stabilisation in a currency union of small open economies», por M. Sánchez, agosto 2008.
- 928 «Corporate tax competition and the decline of public investment», por P. Gomes y F. Pouget, agosto 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berés, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

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

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

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

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

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

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

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

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

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

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

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

«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 pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.