



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL  
OCTUBRE**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

**10 | 2007**

11 | 2007

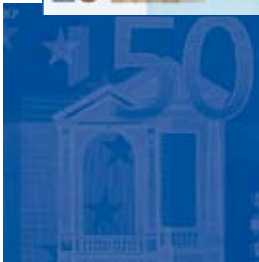
12 | 2007





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 2007

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

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

© Banco Central Europeo, 2007

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 13446000

**Télex**

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística  
para elaborar este Boletín se ha cerrado  
el 2 de octubre de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



# ÍNDICE

## EDITORIAL

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

### Recuadros

- 1 Nuevas series históricas para la zona del euro sobre los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras **18**
- 2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007 **21**
- 3 La reciente reevaluación del riesgo de crédito **36**
- 4 Volatilidad y dispersión por países de los beneficios de las empresas de la zona del euro **44**
- 5 Utilización de la capacidad productiva en la zona del euro: Indicadores e implicaciones **50**
- 6 Comportamiento sectorial del crecimiento de la productividad total de los factores en los países de la zona del euro **60**

## 5 ARTÍCULOS

- 9 Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes **73**
- 14 Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema **91**
- 56 Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes **109**

## ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO **SI**

## ANEXOS

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



## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de octubre de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, el 6 de septiembre, ha corroborado que las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo siguen estando sujetas a riesgos al alza. En este contexto, considerando el vigor de la expansión monetaria y del crédito en la zona del euro, la política monetaria del BCE está preparada para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como lo exige el objetivo primordial del BCE. Los fundamentos económicos de la zona del euro confirman las perspectivas favorables a medio plazo para la actividad económica. Particularmente, la rentabilidad y los beneficios empresariales se han mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y el desempleo ha disminuido. Sin embargo, dada la volatilidad del mercado financiero y la reevaluación del riesgo observadas durante las últimas semanas, esta valoración presenta un mayor grado de incertidumbre. Por cuanto se dispone de pocos datos económicos nuevos desde la reunión del Consejo de Gobierno del 6 de septiembre, conviene mantener especial prudencia al evaluar el posible impacto de la evolución de los mercados financieros sobre la economía real. Así pues, sigue siendo necesario obtener información adicional y examinar los nuevos datos antes de extraer conclusiones en relación con la política monetaria, en el contexto de la estrategia de política monetaria del BCE orientada al medio plazo y dirigida a preservar la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. Sobre la base de su evaluación, y actuando con firmeza en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, favoreciendo, por tanto, un entorno propicio para el crecimiento económico sostenido, el funcionamiento satisfactorio de los mercados y el mantenimiento de la creación de empleo. Dicho anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo resulta esencial en

un período de volatilidad de los mercados financieros y de aumento de la incertidumbre. En lo que respecta a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando gran atención a su evolución en los próximos meses.

Comenzando con el análisis económico, sobre la base de los datos disponibles, el crecimiento económico real sostenido de la zona del euro durante el primer semestre del 2007 parece haber continuado durante el verano, lo que también se refleja en las previsiones de crecimiento del PIB real relativas al tercer y cuarto trimestre del 2007. Aunque, aparentemente, la volatilidad de los mercados financieros ha contribuido al deterioro de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores en septiembre, estos indicadores se mantienen en niveles superiores a sus medias históricas y siguen apuntando a una continuación del crecimiento sostenido durante el segundo semestre del 2007.

De cara al futuro, las previsiones disponibles para el 2008 confirman el escenario de referencia del Consejo de Gobierno según el cual el PIB real crecerá en torno a su tendencia potencial. Este escenario se fundamenta en la expectativa de que la actividad económica mundial mantendrá su dinamismo y de que la moderación del crecimiento económico de Estados Unidos se verá compensada en gran medida por la fortaleza de los mercados emergentes. Dicho escenario seguirá favoreciendo las exportaciones y la inversión en la zona del euro. El alza del consumo en la zona del euro también debería contribuir al crecimiento económico, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, habida cuenta de que la situación del empleo continúa siendo favorable. No obstante, en vista del posible impacto sobre la economía real de una mayor volatilidad de los mercados financieros y de los cambios en la valoración del riesgo, ha aumentado la incertidumbre respecto de estas perspectivas generalmente favorables para la actividad económica.

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



mercados financieros, con la preocupación por las presiones proteccionistas y por las posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales, así como con nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

En cuanto al comportamiento de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó notablemente, hasta el 2,1% en septiembre del 2007, desde el 1,7% registrado en agosto. Como el Consejo de Gobierno señaló en ocasiones anteriores, los efectos desfavorables de los precios de la energía ejercerán una influencia notable sobre las tasas de inflación interanual medida por el IAPC en los próximos meses. Debido principalmente a estos efectos, como resultado del pronunciado descenso de los precios de la energía de hace un año y del considerable incremento de los precios del petróleo observado recientemente, el Consejo de Gobierno espera que la inflación se mantenga en niveles significativamente superiores al 2% en lo que queda del 2007 y a principios del 2008, antes de volver a moderarse. Principalmente como consecuencia de las restricciones de capacidad y de la situación relativamente tensa de los mercados de trabajo, se espera que la inflación se sitúe, en promedio, en torno al 2% en el 2008.

Los riesgos para las perspectivas de la evolución de los precios siguen siendo alcistas y continúan incluyendo la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, así como nuevos incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los ya anunciados. Considerando la existencia de restricciones de capacidad, el vigoroso crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, podría producirse una evolución salarial más dinámica de lo esperado y un aumento de la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, lo que entrañaría riesgos al alza para la estabilidad de precios. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a

medio y a largo plazo. La evaluación general de los datos monetarios corrobora la opinión de que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo intensa. No obstante, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario M3 cercana al 12% en agosto y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que en agosto alcanzó un máximo histórico superior al 14%, pueden haberse visto afectadas por factores transitorios o específicos, como el aplanamiento de la curva de rendimientos y la reciente volatilidad de los mercados financieros, que pueden resultar en una sobrestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia.

Reviste especial importancia realizar una evaluación general de las tendencias subyacentes de la expansión monetaria y crediticia durante el actual período de volatilidad de los mercados financieros, por cuanto dicha volatilidad puede influir en el comportamiento a corto plazo del sector privado y, en consecuencia, afectar a la evolución monetaria. Por tanto, los datos monetarios y del crédito pueden ofrecer información relevante sobre cómo entidades financieras, familias y empresas han respondido a la volatilidad de los mercados financieros. De hecho, anteriores períodos de intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros han estado asociados a importantes desplazamientos de cartera hacia activos monetarios líquidos y seguros. Sin embargo, por el momento, los datos monetarios apenas contienen elementos indicativos de tales desplazamientos desde que se incrementara la volatilidad de los mercados financieros a principios de agosto, y no puede descartarse que el flujo de préstamos bancarios a sociedades no financieras en agosto refleje parcialmente cierta reintermediación de financiación en los balances de las entidades de crédito. Se precisarán nuevos datos para conocer de forma más exhaustiva la influencia de la volatilidad de los mercados financieros en los balances de las entidades de crédito, en las condiciones de financiación y en la expansión monetaria y del crédito.

En general, la continuada fortaleza de la expansión monetaria y crediticia apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, la evolución moneta-

ria sigue requiriendo un seguimiento muy atento a fin de detectar tendencias subyacentes y entender mejor la evolución a más corto plazo. Esto permitirá obtener una descripción más completa de la respuesta del sector privado al aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario ha confirmado la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de solidez de los fundamentos económicos de la zona del euro. En consecuencia, considerando el vigor de la expansión monetaria y del crédito en el zona del euro, la política monetaria del BCE está preparada para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como lo exige el objetivo primordial del BCE. Paralelamente, dado el aumento de la incertidumbre, resulta necesario obtener nuevos datos antes de extraer conclusiones respecto a la política monetaria. Por tanto, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. Sobre la base de su evaluación, y actuando con firmeza en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo que resulta fundamental en el contexto actual. En lo que se refiere a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando gran atención a su evolución en los próximos meses.

En cuanto a la política fiscal, el Consejo de Gobierno advierte con creciente preocupación el debilitamiento de los esfuerzos dirigidos al saneamiento estructural y el aplazamiento de la aplicación de medidas decididas frente a los desequilibrios presupuestarios. En este contexto, se insta a los países de la zona del euro interesados a cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento a fin de lograr una mejora

estructural de sus saldos presupuestarios. Todos los países de la zona del euro han de respetar el compromiso del Eurogrupo de alcanzar los objetivos presupuestarios a medio plazo en el 2008 o en el 2009, o en el 2010 a más tardar. Aquellos países que ya han registrado posiciones presupuestarias saneadas han de abstenerse de aplicar políticas fiscales procíclicas. Unas políticas presupuestarias prudentes contribuirán significativamente al mantenimiento de la confianza en un contexto de mayor incertidumbre en los mercados financieros.

En lo concerniente a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno apoya plenamente los esfuerzos encaminados a fomentar la competencia, incrementar la productividad y aumentar la flexibilidad del mercado. Aunque el sector servicios constituye un área particularmente importante de reforma, también será necesario intensificar los esfuerzos dirigidos a mejorar el funcionamiento de los mercados agrarios. En un contexto de notable incremento de los precios internacionales de las materias primas alimentarias, avanzar en la liberalización y reforma de los mercados agrarios de la UE contribuirá a mejorar la eficiencia de esos mercados y beneficiará a los consumidores europeos con una disminución de los precios. Asimismo, la conclusión satisfactoria de las negociaciones comerciales de la ronda de Doha debería favorecer un mejor funcionamiento del comercio mundial y, específicamente, de los mercados agrarios europeos y mundiales.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primer artículo se analiza la evolución a largo plazo de los préstamos concedidos a hogares por IFM de la zona del euro. En el segundo se comparan los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema, indentificando similitudes en los principios que inspiran dichos sistemas y diferencias en el diseño práctico. En el tercer artículo se presenta una visión general de la circulación y suministro de billetes en euros y de los preparativos para la segunda serie de billetes.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

A pesar de que el ritmo de crecimiento se ha moderado ligeramente, la actividad económica mundial sigue siendo resistente, respaldada en particular por el sólido crecimiento de las economías emergentes. La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido en los países industrializados y las presiones inflacionistas se han atenuado últimamente. No obstante, la reciente subida de los precios del petróleo y de las materias primas señala, posiblemente, una nueva intensificación de las presiones inflacionistas mundiales en el corto plazo. Los riesgos a la baja para las perspectivas de la economía mundial siguen siendo elevados. Entre los principales factores de riesgo destacan la posibilidad de que la actual reevaluación del riesgo en los mercados financieros tenga un impacto más generalizado, la preocupación por las presiones proteccionistas y una posible evolución desordenada, como consecuencia de los desequilibrios mundiales, así como nuevos incrementos de los precios del petróleo y de las materias primas.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Pese a que el ritmo de crecimiento se ha moderado ligeramente, la actividad económica mundial sigue siendo resistente, respaldada en particular por el sólido crecimiento de las economías emergentes. Aunque los últimos datos disponibles siguen siendo, en general, positivos a escala mundial, la información se refiere al período anterior a la turbulencia de los mercados financieros. Por lo tanto, aún está por ver si la evolución reciente de dichos mercados tendrá repercusiones importantes sobre la economía real.

La evolución de los precios mundiales se moderó en julio, y las presiones inflacionistas sobre los costes se han reducido últimamente. La tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por los precios de consumo y de las medidas de la inflación excluidos los alimentos y la energía se situó en el 2% en los países de la OCDE en julio del 2007 (véase gráfico 1). Aunque la evidencia de las encuestas sobre los precios de los insumos intermedios sugiere una nueva moderación de las presiones sobre los costes, la reciente subida de los precios del petróleo es una señal de que las presiones inflacionistas mundiales podrían intensificarse en el corto plazo.

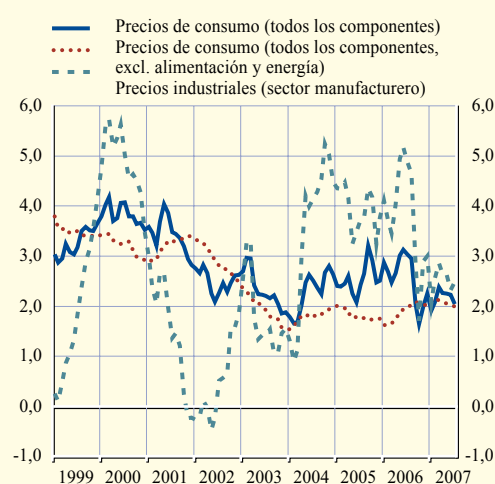
#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, donde la actividad económica creció a una tasa inferior a la tendencial durante la mayor parte del pasado año, el crecimiento del PIB real repuntó en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 2). Según las últimas estimaciones, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,8%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre. En el segundo trimestre, el efecto moderador del consumo privado se compensó con creces con un repunte de la demanda exterior neta, la inversión y el consumo público.

Los datos más recientes sugieren que la corrección de los mercados de la vivienda estadounidenses sigue su curso. Por lo que respecta a la construcción, tanto las licencias de obras como las viviendas iniciadas volvieron a experimentar una caída en agosto. Además, el continuo aumento del número de hi-

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

potecas que terminan en procedimientos de ejecución podría ejercer nueva presión a la baja sobre las ventas y la construcción de viviendas. No obstante, los últimos datos disponibles sugieren que el impacto de los mercados de la vivienda sobre el consumo privado ha sido, hasta la fecha, bastante moderado.

Recientemente, una desaceleración de la tasa de aumento interanual de los precios de la energía ha dado lugar a una caída de las tasas de inflación. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2% en agosto, desde el 2,4% del mes anterior. La inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, descendió 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,1%, en agosto.

El 18 de septiembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió bajar el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 50 puntos básicos, hasta el 4,75%. Los cambios implican también un recorte de 50 puntos básicos en el tipo de interés preferencial, que se sitúa en el 5,25%.

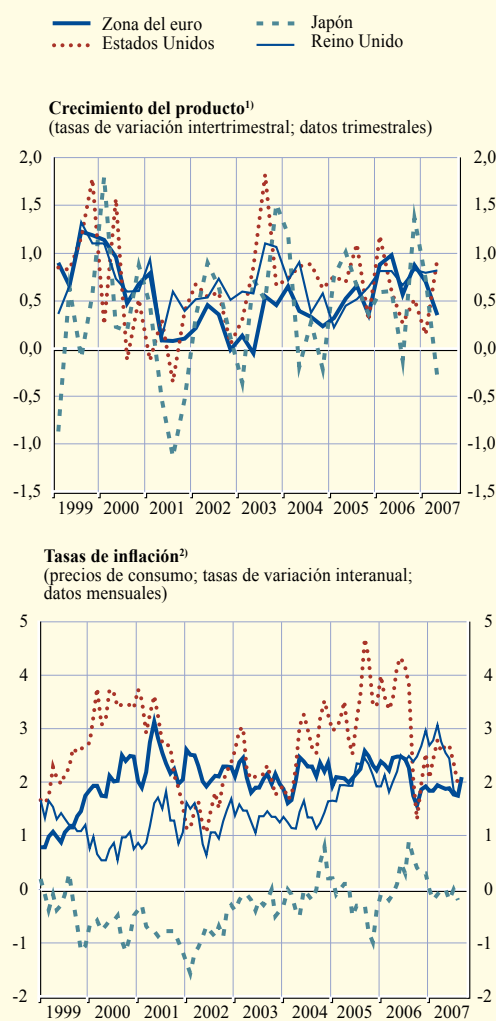
## JAPÓN

En Japón la actividad económica se ha recuperado y la inflación ha seguido siendo moderada. El producto se ha visto respaldado por la firme demanda interna y la solidez de las exportaciones. Sin embargo, en el segundo trimestre del 2007, de acuerdo con la segunda estimación provisional publicada por la Oficina Económica del gobierno, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración en comparación con la rápida expansión registrada en los trimestres anteriores. El PIB real se redujo un 0,3% en tasa intertrimestral, tras crecer un 0,7% en el trimestre anterior, como consecuencia, principalmente, de una significativa contracción de la inversión privada durante el trimestre.

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

En su reunión de 19 de septiembre de 2007, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

**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.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB creció a una tasa del 0,8% en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 2). Los indicadores recientes de corto plazo apuntan a una ligera moderación del ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, aunque no hay que olvidar que esos indicadores todavía no reflejan la turbulencia financiera de las últimas semanas. En los tres meses transcurridos hasta agosto, se mantuvo el dinamismo de las ventas al por menor (que aumentaron un 1,3% respecto a los tres meses anteriores). La inflación, medida por el IAPC, se redujo nuevamente, desde el 1,9% de julio hasta el 1,8% en agosto. Al igual que en meses anteriores, las facturas del agua, el gas y la electricidad han tenido un notable efecto a la baja.

El 5 de octubre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5,75%, el principal tipo de interés oficial. En las últimas semanas, el Banco de Inglaterra inyectó liquidez en los mercados monetarios y amplió las bandas que utiliza como objetivo para las reservas, así como la gama de instrumentos aceptados como garantía.

## OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto ha seguido siendo vigoroso en los últimos trimestres, como resultado del crecimiento sostenido de la demanda interna, mientras que la inflación ha evolucionado de forma dispar.

En Suecia y Dinamarca, la evolución económica real ha seguido últimamente trayectorias divergentes. Mientras que, en Dinamarca, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se ha reducido hasta -0,4% en el segundo trimestre del 2007, en Suecia, ha aumentado hasta el 0,9%. La evolución del PIB real en Dinamarca es atribuible, principalmente, a un debilitamiento generalizado de la demanda interna, mientras que, en Suecia, tanto el consumo privado como el consumo público han experimentado una aceleración. La inflación, medida por el IAPC, ha sido moderada en ambos países en los últimos meses. En Dinamarca, se redujo hasta el 0,9%, mientras que, en Suecia, bajó hasta el 1,2%. El 7 de septiembre, el Sveriges Riksbank elevó su principal tipo de interés en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%.

Por lo que respecta a las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre del 2007 en la República Checa y Polonia, mientras que, en Hungría y Rumanía, experimentó una desaceleración. El principal factor determinante del crecimiento del PIB real ha sido la demanda interna, mientras que en Hungría ha venido determinado, fundamentalmente, por la demanda exterior neta. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, el nivel de inflación siguió mostrando divergencias significativas en estos cuatro países. En la República Checa y Polonia, la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,6% y el 2,1%, respectivamente, en agosto, mientras que, en Rumanía aumentó hasta el 5%. En Hungría, la tasa de inflación, medida por el IAPC, se redujo hasta el 7,1%, pero siguió siendo la más elevada de los cuatro países, como consecuencia de un fuerte aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, que forma parte de la batería de medidas de saneamiento de las finanzas públicas que ha adoptado el país. El 24 de septiembre, el Magyar Nemzeti Bank redujo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 7,5%, en un contexto de debilitamiento de la actividad económica.

## ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad ha continuado su expansión a un ritmo vigoroso, especialmente en China. En este país, los indicadores a corto plazo disponibles para julio y agosto muestran que la economía siguió creciendo a tasas similares a las del segundo trimestre del 2007, cuan-



do el PIB real creció a una tasa interanual del 11,9%. La demanda interna continuó siendo el factor que más contribuyó al crecimiento. El superávit comercial siguió aumentando, situándose el total acumulado entre enero y agosto del 2007 en 162 mm de dólares estadounidenses, lo que representa un incremento del 72% respecto al mismo período del año anterior. En agosto, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se elevó hasta el 6,5%, desde el 5,6% registrado en julio, debido principalmente a la subida de los precios de los alimentos. El 6 de septiembre, el Banco Central de la República Popular China elevó las reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 12,5% y, el 14 de septiembre, incrementó los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos en 27 puntos básicos, hasta el 3,87% y el 7,29%, respectivamente. Las presiones inflacionistas siguieron moderándose en otras grandes economías de la región, especialmente en India, en donde la inflación medida por los precios al por mayor —el indicador de inflación que prefiere el Banco de Reserva de India— se redujo por debajo del 4%, en tasa interanual, en agosto.

## AMÉRICA LATINA

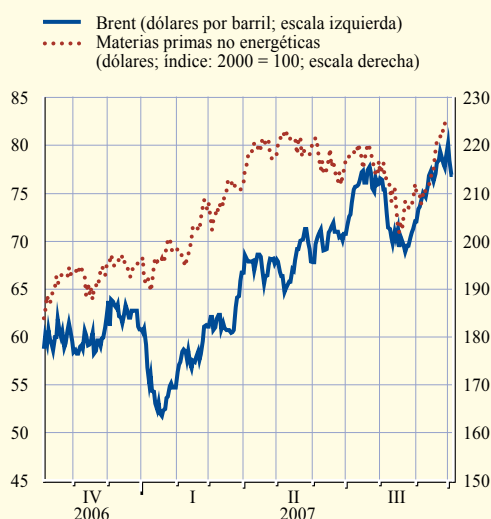
En América Latina, la actividad económica siguió siendo sostenida, aunque se observa cierta heterogeneidad en las economías más grandes en lo que a crecimiento e inflación se refiere. En Brasil, la actividad continuó siendo sólida, con una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 5,4% en el segundo trimestre del 2007, frente al 4,4% registrado en el trimestre anterior. En agosto, la inflación medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 4,2% en tasa interanual, en comparación con el 3,7% observado en julio. El 6 de septiembre, el Banco Central do Brasil redujo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 11,25%. En Argentina, la actividad también siguió siendo robusta, registrándose una expansión del PIB real del 8,7% en tasa interanual en el segundo trimestre del 2007. La inflación medida por los precios de consumo se situó en una tasa interanual del 8,7% en agosto. En México, se mantuvo la atonía de la actividad: el crecimiento de la producción industrial fue del 2,4% en tasa interanual en julio, mientras que la inflación interanual, medida por los precios de consumo, no experimentó variación, manteniéndose en el 4% en agosto.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron notablemente durante casi todo el mes de septiembre, hasta alcanzar nuevos máximos históricos hacia el final del período considerado. Tras una acusada caída en agosto, los precios del crudo repuntaron a mediados de septiembre y se situaron, el 2 de octubre, en un nivel de 78,5 dólares estadounidenses (55,5 euros) el barril, aproximadamente un 30% por encima de las cifras registradas a comienzos del año (alrededor de un 22% más alto en términos de euros). A pesar de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de incrementar el volumen de crudo suministrado al mercado en 0,5 millones de barriles al día a partir del 1 de noviembre, se mantuvieron las tensiones por el lado de la oferta, como consecuencia del descenso de las existencias de crudo estadounidenses y de las amenazas para la producción de energía que entraña la temporada de huracanes. Además, a las fuertes subidas de los precios han contribuido variables fundamentales por el lado de la demanda, al atenuarse ligeramente la inquietud por los posibles efectos de moderación que pudiera tener la turbulencia financiera sobre la economía mundial y la demanda mundial de energía. De cara al futuro, y dado que la capacidad excedente sigue siendo limitada a lo largo de todo el proceso de producción, se prevé que los precios se mantendrán en niveles elevados y continuarán siendo sensibles a los pequeños cambios en el entorno exterior.

Tras el descenso relativamente pronunciado experimentado en agosto, los precios de las materias primas no energéticas repuntaron en septiembre. El reciente incremento tuvo su origen, principalmente, en el comportamiento de los precios de los productos agrícolas, en particular de los alimentos, ya que,

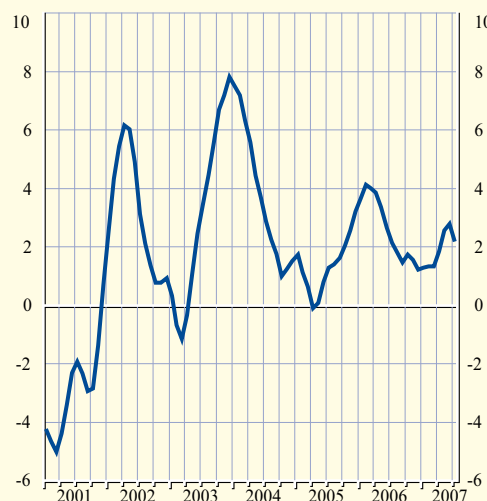
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(tasa de variación de seis meses)



Fuente: OCDE.

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

como consecuencia de las malas cosechas, la creciente demanda de tierras cultivables para la producción de biocombustibles y la reducción de las existencias, los precios de los cereales registraron un aumento significativo. Al mismo tiempo, las variables fundamentales por el lado de la demanda siguieron siendo sólidas. En septiembre, el índice general de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó, en promedio, aproximadamente un 17% por encima del nivel observado un año antes.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas del entorno exterior y de la demanda exterior de la zona del euro continúan siendo favorables, a pesar de la ligera moderación de la expansión económica mundial. Tras mostrar algunas señales de debilitamiento en el segundo trimestre del año en curso, los indicadores anticipados sugieren una cierta mejora del comercio internacional al comienzo del tercer trimestre. En julio, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE se redujo ligeramente, aunque apunta, a que la actividad seguirá siendo, en general, relativamente sólida. Al examinar los datos con más detalle, se observa un deterioro en los resultados de la mayoría de las economías industrializadas. Los datos más recientes sobre las principales economías no pertenecientes a la OCDE indican una moderación de la expansión en China y Brasil, que contrasta con una mejora de las perspectivas en India.

Los riesgos a la baja para las perspectivas de la economía mundial siguen siendo elevados. Entre los principales factores de riesgo destacan la posibilidad de que la actual reevaluación del riesgo en los mercados financieros tenga un impacto más generalizado, la preocupación por las presiones proteccionistas y una posible evolución desordenada, como consecuencia de los desequilibrios mundiales, así como nuevos incrementos de los precios del petróleo y de las materias primas.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La fuerte expansión monetaria y crediticia se mantuvo en agosto, con un crecimiento interanual de M3 que prácticamente no varió y se situó en el 11,6%, y un crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado del 11,2% ligeramente superior al del mes precedente. El alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 continúa influyendo en la evolución monetaria, como muestra la moderación del crecimiento interanual de los préstamos a hogares. Al mismo tiempo, en un entorno en el que la curva de rendimientos de la zona del euro se mantuvo relativamente plana, las subidas de los tipos de interés estimularon la expansión de la demanda de activos monetarios no incluidos en M1, en concreto depósitos a corto plazo. La evolución reciente de los mercados financieros también parece haber influido en la dinámica monetaria de julio y agosto, aunque los efectos resultan limitados por el momento. Se necesita más información para poder realizar una valoración más completa. Sin embargo, incluso si se tienen en cuenta estos efectos a corto y a medio plazo, la dinámica monetaria subyacente sigue siendo vigorosa y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

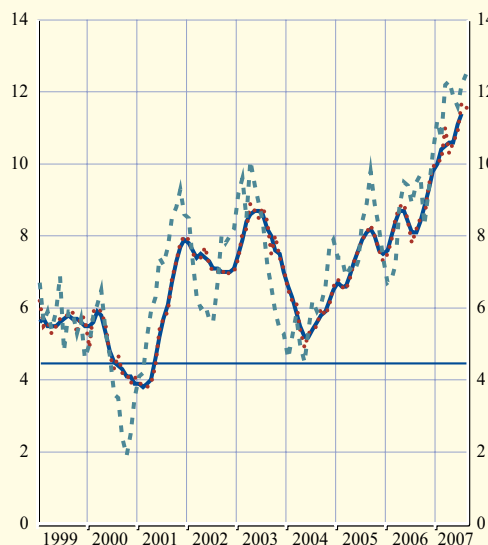
La trayectoria de los datos monetarios y crediticios de los últimos trimestres ha confirmado los efectos que el alejamiento de la política monetaria acomodaticia desde diciembre de 2005 está teniendo sobre la evolución monetaria. Sin embargo, en un entorno en el que la curva de rendimientos fue relativamente plana en la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 mantuvo su vigor, situándose en el 11,6% en agosto, frente al 11,7% del mes anterior. Este ritmo continuado de elevado crecimiento interanual fue reflejo de un nuevo e importante aumento de las tasas intermensuales (tras registrar tasas del 1,1% y del 0,8% en los dos meses anteriores). La vigorosa evolución a corto plazo de M3 también quedó patente en la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que se mantuvo por encima de la tasa de crecimiento interanual (véase gráfico 5).

La repercusión del alejamiento de la política monetaria acomodaticia resulta evidente en varios aspectos. Por lo que respecta a los componentes, la subida de tipos de interés incrementó el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, moderando con ello la dinámica de M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario estrecho se redujo bastante por debajo de las tasas de crecimiento de los otros componentes principales de M3. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de los aumentos de los tipos de interés oficiales del BCE fue visible, en especial, en la continua moderación del crecimiento del endeudamiento de los hogares. Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés a corto plazo generaron una curva de rendimientos

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

relativamente plana, que estimuló la expansión de la demanda de activos monetarios no incluidos en M1, en concreto la de depósitos a corto plazo.

En términos generales, estos patrones también han caracterizado a la evolución monetaria en los dos últimos meses, durante los cuales aumentó considerablemente la incertidumbre de los mercados financieros. Sobre la base de la experiencia adquirida en episodios anteriores de volatilidad en estos mercados, los cambios en el comportamiento de las inversiones de cartera y las decisiones de financiación pueden influir de forma significativa —a medida que crece la aversión al riesgo— en los datos monetarios y crediticios. Sin embargo, parece que el impacto de la evolución reciente de los mercados financieros sobre los datos monetarios ha sido limitado por el momento. No obstante, son necesarios un seguimiento atento y una interpretación minuciosa, dado que puede que el impacto real no se manifieste hasta los próximos meses.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo sin variación en agosto, situándose en el 6,8%, lo cual fue reflejo de la estabilidad de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, aunque la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se redujo ligeramente (véase cuadro 1). La evolución del crecimiento interanual de M1 en los últimos meses marca una pausa en la moderación de la demanda de liquidez, lo cual refleja, posiblemente, que los efectos atenuadores asociados con las subidas de los tipos de interés han sido contrarrestados, cada vez más, por una demanda más fuerte de M1 relacionada con operaciones, dada la expansión sostenida de la actividad económica.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguió aumentando hasta alcanzar el 15,3% en agosto, frente al 15% de julio. Este resultado es atribuible a la expansión ininterrumpida de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), que compensó con creces la mayor tasa interanual de disminución de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Los depósitos a corto plazo explican más de la mitad del crecimiento interanual de M3 de los últimos meses.

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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Jul	2007 Ago
<b>M1</b>	<b>45,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>
Efectivo en circulación	7,3	11,4	11,1	10,5	10,0	9,2	8,7
Depósitos a la vista	38,6	7,0	6,0	6,3	5,5	6,4	6,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	9,5	11,1	11,9	13,1	15,0	15,3
Depósitos a plazo hasta dos años	21,1	19,7	25,2	29,5	33,2	37,5	38,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,1	2,4	1,1	-0,8	-2,1	-2,9	-3,5
<b>M2</b>	<b>85,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	6,4	11,3	16,9	19,3	19,5	17,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,6</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		-0,9	-3,1	-4,5	-4,3	-3,7	-4,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,6	-0,4	-1,3	-1,2	-0,6	-0,7
Crédito al sector privado		11,9	11,9	11,1	11,0	11,6	11,8
Préstamos al sector privado		11,2	11,2	10,6	10,5	11,0	11,2
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>

Fuente: BCE.

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

El atractivo actual de los depósitos a plazo obedece a diversos factores. En primer lugar, su remuneración ha aumentado, en general, en consonancia con la subida de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. El diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo, por una parte, y la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo, por otra, se ha ido ampliando sin cesar, generando una sustitución de estos últimos por los primeros. En segundo lugar, dado el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, los depósitos a plazo también mantienen su atractivo en comparación con los activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3, puesto que ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste escaso en términos de rentabilidad. En tercer lugar, el incremento de los depósitos a plazo puede indicar un desplazamiento de fondos hacia activos más seguros provocado por el reciente aumento de la volatilidad de los mercados financieros. Esta dinámica contrastaría con la observada anteriormente (especialmente entre el 2001 y el 2003), cuando los desplazamientos hacia activos monetarios durante episodios de elevada aversión al riesgo se dirigían sobre todo hacia participaciones en fondos del mercado monetario. Sin embargo, en la situación actual, puede haber aumentado el temor de los inversores por las inversiones en este tipo de participaciones, dado que algunos de los fondos del mercado monetario están expuestos a activos de mayor riesgo, entre los que se incluyen diversas formas de titulaciones. En agosto se registró una salida de participaciones en fondos del mercado monetario, que hizo que la tasa de crecimiento interanual disminuyera hasta el 12,8%, desde el 14,4% del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (depósitos de M3, que constituyen la mayor agregación de componentes de este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) se redujo ligeramente en agosto. Esta disminución ocultó evoluciones divergentes en sectores distintos. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las instituciones financieras no monetarias (es decir, otros intermediarios financieros no monetarios, y empresas de seguros y fondos de pensiones) bajó en agosto, contrarrestando con creces el aumento de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los hogares, el sector tenedor de dinero más importante. Este último hecho refleja, posiblemente, un cambio de las preferencias de inversión de los hogares hacia activos monetarios seguros y líquidos, dado que la aversión al riesgo ha crecido ante la evolución reciente de los mercados financieros.

### **PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3**

Del lado de las contrapartidas, el crédito total a residentes en la zona del euro continuó creciendo con vigor. La evolución de este agregado amplio ocultó un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector privado, que compensó con creces el incremento de la tasa de disminución interanual del crédito a las Administraciones Públicas. En agosto, las IFM siguieron eliminando el crédito a las Administraciones Públicas de sus carteras. Las ventas de valores de deuda pública también pueden haber obedecido al reciente aumento de los precios de los bonos, que hicieron que resultara más atractivo venderlos.

Los préstamos al sector privado continuaron su fuerte expansión, registrando un crecimiento interanual del 11,2% en agosto, frente al 11% de julio. Este aumento de la tasa de crecimiento ocultó evoluciones distintas en los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares fue del 7% en agosto, permaneciendo sin variación con respecto al mes anterior. También cabe mencionar que el flujo intermensual de los préstamos a hogares en agosto se mantuvo, en términos generales, en línea con el nivel observado en el mismo mes del año anterior, lo cual indica que el impacto de la evolución reciente de los mercados financieros sobre el endeudamiento de los hogares es sólo moderado por el momento. Esta trayectoria refleja en gran medida la dinámica de los préstamos para adquisición de vivienda, que cre-

cieron a una tasa del 8,1% en agosto, en términos interanuales, manteniéndose el nivel registrado en julio (véase cuadro 2). El crecimiento de los préstamos a hogares se ha contenido sensiblemente desde el máximo observado en la primavera del 2006, en consonancia con la moderación del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en una serie de economías de la zona del euro en los últimos trimestres, y con la progresiva tendencia al alza de los tipos de los préstamos hipotecarios en toda la zona. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo ligeramente hasta el 5,7% en agosto, desde el 5,8% de julio. (Para un análisis más detallado de los principales determinantes de la evolución de los préstamos a los hogares desde una perspectiva histórica, véase el artículo titulado «Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: principales tendencias y determinantes» del presente Boletín Mensual.)

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a aumentar en agosto y se situó en el 14,2%, el nivel más alto observado desde 1980, período para el cual se dispone de datos históricos. (Para una descripción de estas series, véase el recuadro 1 titulado «Nuevas series históricas para la zona del euro sobre los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras».) El mayor endeudamiento de las sociedades no financieras en los dos últimos meses fue reflejo, en gran medida, de la evolución de los préstamos a más largo plazo, a diferencia de lo observado en meses anteriores, cuando los préstamos con vencimientos iniciales más cortos desempeñaban el papel más destacado.

Sobre la base de los datos de agosto, resulta prematuro realizar una valoración completa del impacto de la evolución reciente de los mercados financieros sobre la financiación de las sociedades no financieras. Por un lado, el fuerte endeudamiento sostenido que han registrado en agosto puede indicar una petición anticipada de préstamos en previsión de un posible deterioro de las condiciones de financiación. Por otro lado, no puede descartarse que parte de este elevado endeudamiento también sea indicativa de las dificultades que pueden tener las sociedades no financieras para conseguir financiación externa por otros canales. Además, dadas las tensiones recientes en algunos segmentos del mercado de crédito, es probable que estos datos reflejen un ritmo más lento de titulación de préstamos bancarios y dificultades para transferir prés-

**Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Jul	2007 Ago
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,5</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>	<b>14,2</b>
Hasta un año	29,5	9,2	10,5	9,9	10,1	11,5	13,2
De uno a cinco años	19,1	19,0	20,5	19,9	19,2	19,4	20,2
Más de cinco años	51,4	11,3	12,0	12,4	12,0	12,8	12,7
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>48,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,8	8,5	8,0	7,1	6,5	5,8	5,7
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,3	11,2	10,2	9,4	8,6	8,1	8,1
Otras finalidades	15,9	2,3	2,7	3,2	3,7	3,2	3,3
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>1,1</b>	<b>36,8</b>	<b>29,1</b>	<b>27,6</b>	<b>23,7</b>	<b>24,0</b>	<b>27,9</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>8,3</b>	<b>17,3</b>	<b>16,4</b>	<b>12,3</b>	<b>15,9</b>	<b>20,5</b>	<b>19,6</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

## Recuadro I

### NUEVAS SERIES HISTÓRICAS PARA LA ZONA DEL EURO SOBRE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LOS HOGARES Y A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las series históricas desempeñan un papel importante en el análisis de la evolución económica y monetaria, ya que permiten valorar su evolución actual o prevista a la luz de tendencias y relaciones históricas. Recientemente se han publicado series históricas sobre los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades financieras de la zona del euro, que abarcan el período posterior a 1980<sup>1</sup>. A continuación se describe cómo se elaboraron estas series, así como sus principales regularidades empíricas<sup>2</sup>.

#### Elaboración de las series históricas de los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras

De acuerdo con el Reglamento 2001/13 del BCE, las IFM residentes en la zona del euro vienen declarando datos mensuales sobre los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras desde enero del 2003. Desde el tercer trimestre de 1997 ya se declaraban datos trimestrales, basados en un marco estadístico similar. Los datos incluyen detalles por plazos iniciales para los préstamos a las sociedades no financieras y por plazos iniciales y finalidades en el caso de los préstamos a los hogares.

El BCE ha elaborado ahora series temporales trimestrales para la zona del euro, que se remontan hasta el primer trimestre de 1980, de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades financieras. Las series históricas de los préstamos a los hogares se subdividen en crédito al consumo, préstamos para adquisición de vivienda y otros préstamos. Las correspondientes a las sociedades no financieras se desagregan en préstamos con plazo inicial hasta un año y préstamos con plazo inicial superior a un año. Estos agregados históricos se han elaborado a partir de los datos sobre préstamos recopilados por los BCN del Eurosistema antes de que se implantara el marco armonizado de la normativa del BCE en materia de estadística, por lo que es necesario actuar con cautela. En algunos casos, los datos nacionales se elaboraron en base a sectorizaciones del prestatario y/o finalidades del préstamo, que no se correspondían plenamente con las que, más adelante, se recogieron en la normativa del BCE. Por consiguiente, al elaborar los agregados históricos, se intentó conciliar en la medida de lo posible los datos nacionales disponibles con las definiciones armonizadas, recurriendo a estimaciones y supuestos<sup>3</sup> cuando fue necesario. Además, en unos pocos casos, los BCN no habían recopilado datos para todo el período que abarcan las series históricas, es decir, hasta el primer trimestre de 1980. En esos casos, se utilizaron modelos simples univariantes para reemplazar los datos nacionales que faltaban<sup>4</sup> y, de este modo, con los datos disponibles, completar un agregado de la zona del euro.

1 Las series pueden consultarse en el Statistical Data Warehouse del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

2 En el artículo titulado «Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: principales tendencias y determinantes», que se publica en este número del Boletín Mensual, se detalla el patrón de comportamiento que puede inferirse de estas series históricas actualizadas.

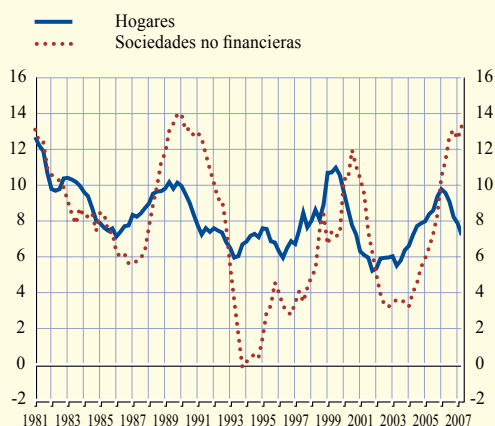
3 Por ejemplo, en algunos países, hasta 1995 no se recopilaron datos sobre los préstamos concedidos a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) para inversión en vivienda y, por lo tanto, no pudieron incluirse en la rúbrica «préstamos para adquisición de vivienda», conforme a lo establecido en el marco estadístico del BCE. Para calcular una tasa de crecimiento coherente para la zona del euro de la serie, anterior a 1995, se supuso que los préstamos para inversión residencial concedidos a esas instituciones habían crecido en consonancia con los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares en los países para los que no se disponía de datos anteriores a ese año.

4 La necesidad de elevar los datos al total debería afectar muy poco a las cifras de la zona del euro obtenidas para la década de los noventa, ya que las contribuciones nacionales no disponibles representaban sólo el 4% de los préstamos de la zona del euro a los sectores no financieros en 1997. La cobertura de los años ochenta era menos completa, ya que los datos efectivamente observados de los BCN representaban entre el 80% y el 85% del total.



**Gráfico A Préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras**

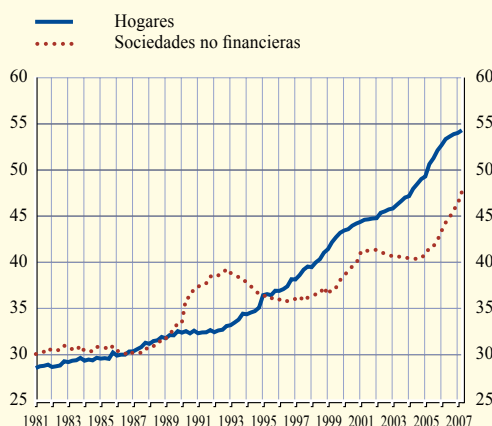
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

**Gráfico B Ratio respecto al PIB de los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras**

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

### Rasgos básicos de la evolución histórica de los préstamos de la IFM a los hogares y a las sociedades no financieras

El gráfico A muestra las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. El comportamiento de estas tasas es similar en el sentido de que parecen haber registrado tres amplias oscilaciones cíclicas desde 1980, con máximos a finales de las décadas de los años ochenta y noventa y a mediados de la década del 2000. Sin embargo, en la actualidad, todavía no es seguro que se haya alcanzado el máximo en el caso de las sociedades no financieras. Por otra parte, se observan ligeras diferencias entre el comportamiento de las dos series en el sentido de que la amplitud de los movimientos cíclicos ha sido claramente mayor en el caso del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. Ello podría reflejar, en gran medida, la volatilidad de la inversión privada no residencial en comparación con otros componentes de la demanda agregada. Otra regularidad histórica que se puede apreciar en el gráfico es que los puntos de inflexión de la tasa de crecimiento de los préstamos a los hogares han tendido a anticiparse a los de los préstamos a las sociedades no financieras<sup>5</sup>.

El gráfico A ayuda a poner en perspectiva el dinamismo del crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero observado recientemente. El aumento de los préstamos a las sociedades no financieras desde comienzos del 2004 hizo que, a finales del 2006, la tasa de crecimiento fuera ya más elevada que el máximo anterior, registrado a finales del 2000. De hecho, a mediados del 2007, la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras alcanzaba niveles que sólo son ligeramente más bajos que los observados a finales de la década de los ochenta.

Este crecimiento sostenido tanto de los préstamos a los hogares como de los préstamos a las sociedades no financieras —que ha sido positivo en los últimos veinticinco años— ha hecho

5 Lo que confirma los resultados obtenidos anteriormente a partir de estimaciones provisionales del BCE respecto a los préstamos por sectores, que se presentan en el recuadro 6 del Boletín Mensual de junio del 2007, titulado «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades financieras de la zona del euro».

aumentar los niveles de endeudamiento. En el gráfico B se observa que, en el caso de los hogares, la ratio de préstamos de las IFM con respecto al PIB ha seguido, desde comienzos de la década de los años ochenta, una trayectoria ascendente continua. En el caso de las sociedades no financieras, esa ratio ha mostrado un comportamiento algo más cíclico, reflejando episodios sucesivos de apalancamiento y desapalancamiento de los balances, aunque en torno a una tendencia al alza.

En conjunto, las nuevas series históricas de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro proporcionan la base estadística necesaria para valorar la evolución actual basándose en comportamientos observados a más largo plazo. En este sentido, constituyen un importante complemento de la información en la que se inspiran los análisis económicos y monetarios del BCE.

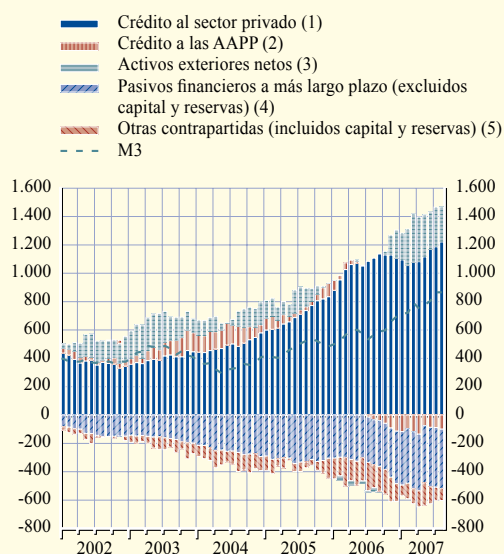
tamos puente concedidos inicialmente en el contexto de operaciones de recompra con apalancamiento financiero (LBO), que, de otro modo (en el caso de titulaciones fuera de balance o reales), se hubieran dado de baja de los balances de las IFM. En cualquier caso, los datos del balance de las IFM correspondientes a agosto no muestran evidencia alguna de que se haya producido una reducción de los préstamos bancarios a los sectores no financieros. Sin embargo, a este respecto, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007 ya apunta a un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos y créditos a empresas en el tercer trimestre del 2007. (Para un análisis más detallado, véase el recuadro 2 titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007»). Se necesita más información para evaluar la importancia relativa de estos efectos diversos.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 10,5% en agosto, frente al 10,6% de junio y julio. Esta evolución fue consecuencia de la actual fortaleza de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años, que indica la disposición continua de los sectores tenedores de dinero a adquirir valores distintos de acciones de entidades de crédito.

El flujo intermensual de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM resultó ser altamente negativo en agosto, tras el flujo positivo registrado en julio. La cifra de agosto reflejó el flujo intermensual negativo más importante que se ha observado desde principios del 2000. En consecuencia, el flujo interanual de los activos exteriores netos descendió a 247 mm de euros en agosto, desde 280 mm de euros en julio (véase gráfico 6).

**Gráfico 6 Contrapartidas de M3**

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



Fuente: BCE.

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

## Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007 realizada por el Eurosistema<sup>1</sup>. Las entidades de crédito participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas se habían endurecido en el tercer trimestre del 2007, fundamentalmente para las grandes empresas<sup>2</sup>, tras un largo período en el que los citados criterios prácticamente no habían registrado variaciones o se habían relajado ligeramente. Este desplazamiento hacia un endurecimiento neto fue, con toda probabilidad, un reflejo de la evolución de los mercados internacionales de crédito en las últimas semanas, como ponen de manifiesto las respuestas a las preguntas ad hoc incluidas en la encuesta de octubre del 2007 relativas a la evolución reciente de los mercados de crédito (véase la última sección del recuadro). Al igual que en trimestres anteriores, las entidades participantes señalaron que la demanda neta de préstamos a empresas fue positiva, aunque en el tercer trimestre del 2007 había sido considerablemente más reducida que en los últimos meses<sup>3</sup>. El factor que más contribuyó a la demanda de préstamos en el tercer trimestre fue la inversión en capital fijo, mientras que la demanda neta de préstamos para financiar operaciones de fusión y adquisición y reestructuraciones empresariales disminuyó significativamente. Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades esperan que se produzca un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a empresas, mientras que prevén que la demanda neta continúe siendo positiva.

En cuanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, las entidades indicaron que en el tercer trimestre del 2007 se habían endurecido los criterios de aprobación, tras la leve relajación registrada, en términos netos, en el trimestre precedente. Sin embargo, este endurecimiento fue mucho más limitado que en el caso de los préstamos a empresas. La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó siendo bastante negativa en el tercer trimestre del 2007, como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades esperan que se produzca un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda a hogares y una nueva disminución de la demanda neta de este tipo de préstamos.

Por lo que se refiere a los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares en el tercer trimestre del 2007, las entidades participantes señalaron que se habían relajado levemente, en términos netos, frente a unos criterios prácticamente invariables en el trimestre precedente. La demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos continuó siendo ligeramente positiva. Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades esperan un endurecimiento de los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares, mientras que se espera que la demanda neta no registre modificaciones.

1 El 5 de octubre de 2007 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la última encuesta, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto declarado fue del 31%. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

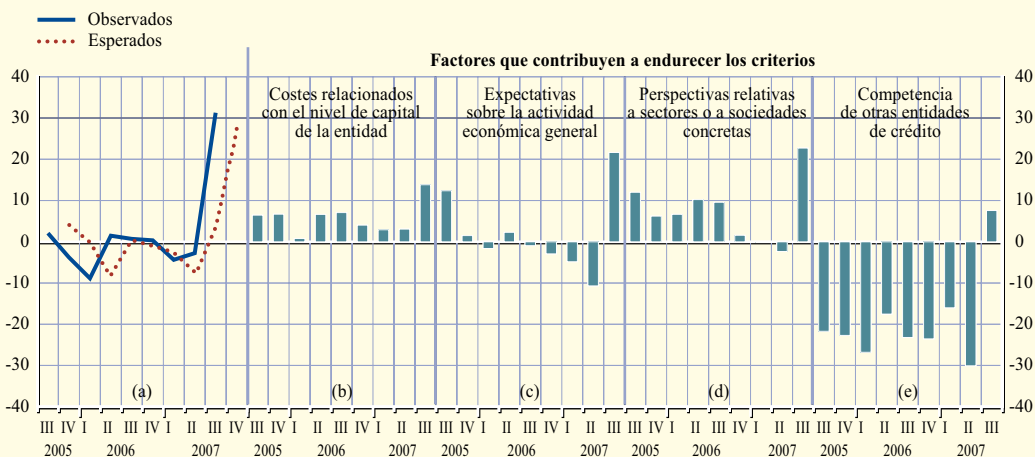
## Préstamos o líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** Los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas se endurecieron, en términos netos, en el tercer trimestre del 2007 (el 31%, frente al -3% del trimestre anterior), reflejando la evolución de los mercados de crédito, que ha estado afectando a las entidades de crédito de la zona del euro en las últimas semanas. Esto sucede tras un largo período en el que los citados criterios prácticamente no habían registrado variaciones o se habían relajado ligeramente (véase el panel (a) del gráfico A). Cabe señalar que prácticamente todas las entidades que endurecieron los criterios indicaron que éstos se «han endurecido en cierta medida» en lugar de «se han endurecido considerablemente». Desde que comenzó a realizarse la encuesta, esta es la primera vez que la competencia de otras entidades contribuyó al endurecimiento, en términos netos, de los criterios de concesión del crédito (véase el panel (e) del gráfico A). Esto también puede estar relacionado con el hecho de que el nivel de capital y la situación de liquidez de las entidades de crédito, así como su acceso a la financiación en los mercados, se deterioraron en cierta medida (véase el panel (b) del gráfico A). El empeoramiento de la percepción de los riesgos por parte de las entidades en lo que respecta a la actividad económica en general y a las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas también contribuyeron al endurecimiento neto (véanse paneles (c) y (d) del gráfico A).

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de créditos, las entidades endurecieron los criterios de aprobación mediante la ampliación de sus márgenes, tanto en los préstamos ordinarios (hasta el 11%, desde el -19% del trimestre anterior) como en los de mayor riesgo (hasta el 37%, desde el 2% del trimestre precedente). En el tercer trimestre del 2007 también se utilizaron otras condiciones para endurecer los citados criterios, entre los que se incluyen la reducción del plazo de

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

(en porcentaje neto)



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

vencimiento de los préstamos o líneas de crédito, de la cuantía, y la exigencia de más garantías y compromisos asociados a los contratos de préstamo.

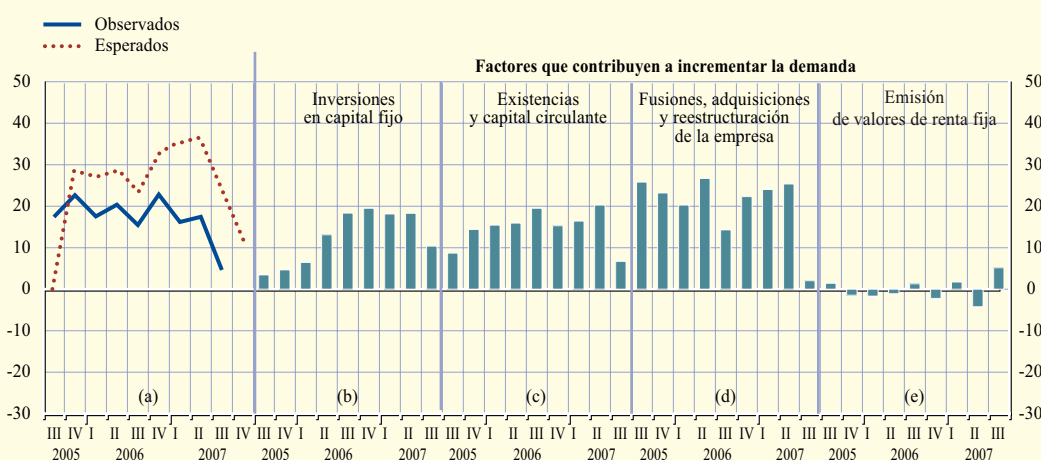
Los criterios de concesión del crédito se endurecieron, en términos netos, para las pequeñas y medianas empresas (hasta el 15%, desde el -7% del trimestre anterior) y, en mayor medida, para las grandes empresas (hasta el 33%, desde el -1% del trimestre precedente). El particularmente acusado endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos a las grandes empresas podría estar relacionado con una desaceleración en el volumen de financiación asociado a operaciones de fusión y adquisición y con el deterioro de las condiciones en los mercados de créditos estructurados y titulización tras las perturbaciones de las últimas semanas (véanse también la sección relativa a las preguntas ad hoc más adelante). En cuanto al plazo de vencimiento de los préstamos, el endurecimiento neto fue algo más pronunciado para los préstamos a largo plazo (el 30%, desde el -4% de la encuesta anterior) que para los préstamos a corto plazo (el 16%, desde el -2% de la encuesta anterior).

Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades esperan un nuevo endurecimiento, en términos netos, de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas (véase el panel (a) del gráfico A).

**Demanda de préstamos:** En comparación con la intensa demanda de préstamos por parte de las empresas observada en los dos últimos años, en el tercer trimestre del 2007 la citada demanda se redujo significativamente, en términos netos, aunque continuó siendo ligeramente positiva (del 5%, frente al 18% de la encuesta anterior; véase el panel (a) del gráfico B). El principal motivo de la persistencia de una demanda neta positiva fue la inversión en capital fijo, mientras que la financiación de existencias y capital circulante, así como las operaciones de fusión y adquisición y las reestructuraciones empresariales, contribuyeron a la disminución de la demanda (véanse paneles (c) y (d) del gráfico B). Otro factor reseñable que favore-

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

(en porcentaje neto de las entidades que indican una contribución positiva a la demanda)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2007.



ció la demanda positiva de préstamos (aunque en menor medida) fue la emisión de valores de renta fija, lo que puede apuntar a que algunas empresas han recurrido a las entidades de crédito, posiblemente debido a las dificultades de encontrar financiación en el mercado de renta fija privada en las últimas semanas. En lo que respecta al tamaño de los prestatarios, la demanda neta de préstamos por parte de las pequeñas y medianas empresas continuó siendo superior a la de las grandes empresas (del 6% y el -1%, respectivamente). Por último, la demanda neta fue positiva en todos los plazos de vencimiento, siendo la de préstamos a largo plazo algo más elevada que la de préstamos a corto plazo.

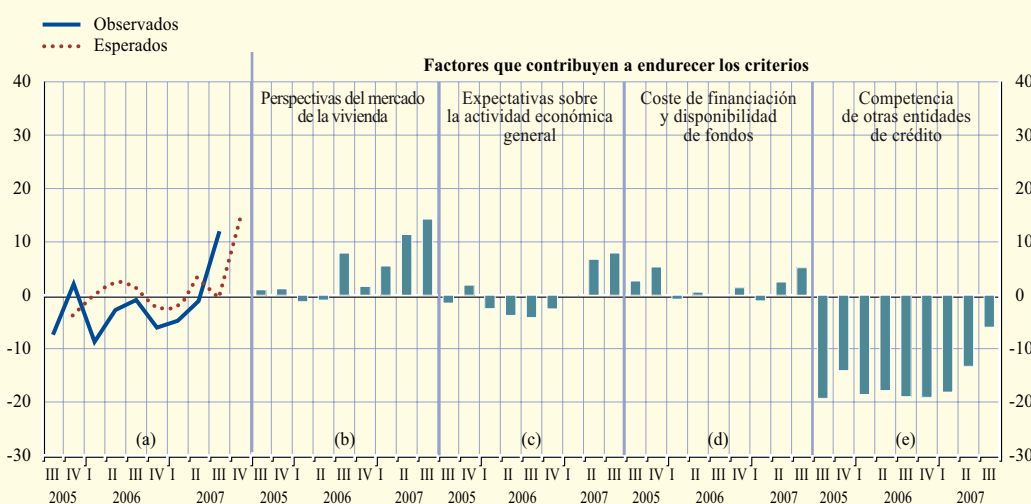
Para el cuarto trimestre del 2007 se espera que la demanda de préstamos a empresas continúe siendo positiva, aunque se prevé que sea inferior a la del trimestre anterior (véase el panel (a) del gráfico B). Concretamente, las entidades esperan que la demanda neta se mantenga positiva en todas las categorías de empresas y de vencimientos.

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido, en términos netos, tras la ligera relajación neta observada en el trimestre anterior (el 12%, desde el -1% de la encuesta anterior; véase el panel (a) del gráfico C). Los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto fueron el deterioro en la disponibilidad de fondos de las entidades de crédito (véase el panel (d) del gráfico C), en las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y en las expectativas relativas a la actividad económica en general (véanse paneles (b) y (c) del gráfico C). La competencia de otras entidades

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

(en porcentaje neto de las entidades que contribuyen a endurecer los criterios)



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

siguió contribuyendo a una relajación neta, si bien en menor medida que en trimestres anteriores (véase el panel (e) del gráfico C).

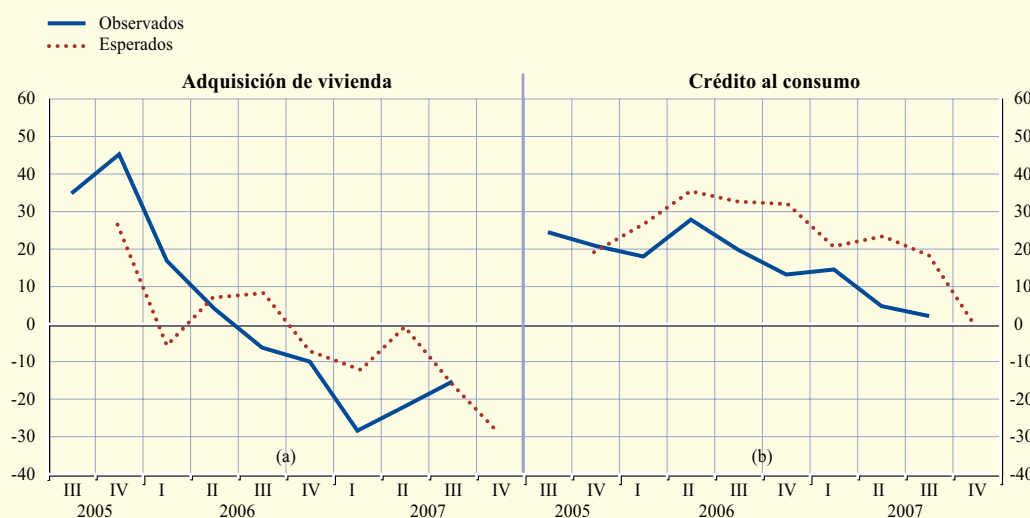
El endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se llevó a cabo, principalmente, mediante una ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo, de mayores exigencias de garantías y de la imposición de otras condiciones relativas a la relación entre el principal y la garantía. Al mismo tiempo, los márgenes de los préstamos ordinarios siguieron favoreciendo una relajación neta, pero menos que en trimestres previos (el -8%, desde el -22% del trimestre precedente).

Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase el panel (a) del gráfico C).

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó siendo considerablemente negativa en el tercer trimestre del 2007 (del -15%, desde el -22% del trimestre anterior; véase el panel (a) del gráfico D). Esta evolución se debió, fundamentalmente, a una valoración menos positiva de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y al deterioro de la confianza de los consumidores, que moderaron la demanda neta en mayor medida que en el trimestre anterior. Cabe señalar también que la encuesta sobre préstamos bancarios no recoge directamente otros factores que influyen en la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, en particular, el nivel de los tipos de interés, que puede ser otro determinante que haya contribuido a la caída de la demanda observada en los últimos trimestres. Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades esperan que la demanda neta continúe siendo bastante negativa (véase el panel (a) del gráfico D).

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

(en porcentaje neto de las entidades que indican una contribución positiva a la demanda)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2007.

## Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre del 2007, las entidades indicaron que los criterios aplicados a la concesión de crédito al consumo y a otros préstamos a hogares se habían relajado ligeramente, en términos netos, frente a unos criterios prácticamente sin modificaciones en el trimestre anterior (el -3%, desde el -1% de trimestre anterior; véase el panel (a) del gráfico E). La competencia de otras entidades continuó siendo el factor que más contribuyó a la relajación neta observada (véase el panel (e) del gráfico E), mientras que la solvencia de los consumidores y los riesgos relativos a las garantías solicitadas, así como unas expectativas menos favorables en lo que respecta a la actividad económica en general, fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento (véanse los paneles (b) a (d) del gráfico E). La relajación neta se llevó a cabo, fundamentalmente, mediante una ampliación del plazo de vencimiento de los préstamos, mientras que los márgenes de los préstamos ordinarios y de los préstamos de mayor riesgo contribuyeron a un endurecimiento. Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta esperan que los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares se endurezcan (el 11%, frente al -2% de la encuesta anterior; véase el panel (a) del gráfico E).

**Demanda de préstamos:** Las entidades señalaron que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares continuó siendo positiva, aunque prácticamente no se modificó, en el tercer trimestre del 2007 (del 2%, frente al 5% de la encuesta anterior; véase el panel (b) del gráfico D). Para el cuarto trimestre del 2007, las entidades esperan que la demanda neta prácticamente no experimente variaciones.

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

(en porcentaje neto de las entidades que contribuyen a endurecer los criterios)



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

### Preguntas ad hoc sobre la evolución reciente en los mercados de crédito

Por segunda vez, la encuesta incluía varias preguntas ad hoc. En esta ocasión, las preguntas trataban de valorar en qué medida las tensiones observadas en las últimas semanas en el segmento de bonos relacionados con las hipotecas de alto riesgo (*sub-prime*) de Estados Unidos, así como sus efectos de contagio a los mercados de crédito estructurados —que se han plasmado en una valoración más prudente del riesgo de crédito en todo el mundo— han influido en los criterios de aprobación aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y líneas de créditos a empresas y a hogares de la zona del euro. Las cuestiones se centran, en primer lugar, en el impacto sobre los criterios de aprobación del crédito, y a continuación en el acceso a la financiación en los mercados al por mayor.

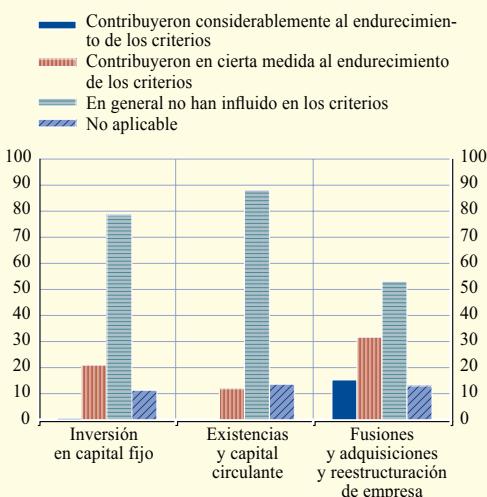
De manera acorde con las preguntas habituales de la encuesta, las preguntas ad hoc sugieren que el impacto de los acontecimientos registrados en los mercados de crédito ha sido diferente en los distintos segmentos de crédito. Los préstamos y las líneas de crédito a empresas se han visto más afectados que los préstamos a los hogares. En particular, los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito a las grandes empresas se endurecieron en cierta medida, según indicó alrededor de un tercio de las entidades participantes en la encuesta, mientras que los aplicados a las pequeñas y medianas empresas también registraron un moderado endurecimiento, mayor que los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda o para consumo u otros fines.

En los tres meses anteriores, las entidades de crédito han endurecido los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas, en particular los destinados a facilitar operaciones de fusión y adquisición y reestructuraciones empresariales (véase gráfico F). Por otra parte, las entidades esperan que el impacto de las tensiones en los mercados de crédito sobre los criterios de concesión sea ligeramente más intenso en los próximos tres meses que en los tres meses precedentes.

En general, las entidades señalaron que las tensiones registradas recientemente en los mercados de crédito han dificultado el acceso a la financiación en los mercados mayoristas durante los tres últimos meses<sup>4</sup>. En particular, las actividades de titulización se han visto obstaculizadas en lo relativo a la venta de préstamos para adquisición de vivienda y préstamos a empresas. Las entidades también experimentaron dificultades para acceder a la financiación interbancaria en el mercado monetario. Se

Gráfico F Efecto de la evolución reciente en los mercados de crédito sobre los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y líneas de crédito a empresas por parte de las entidades de crédito en los tres últimos meses

(porcentaje de entidades)

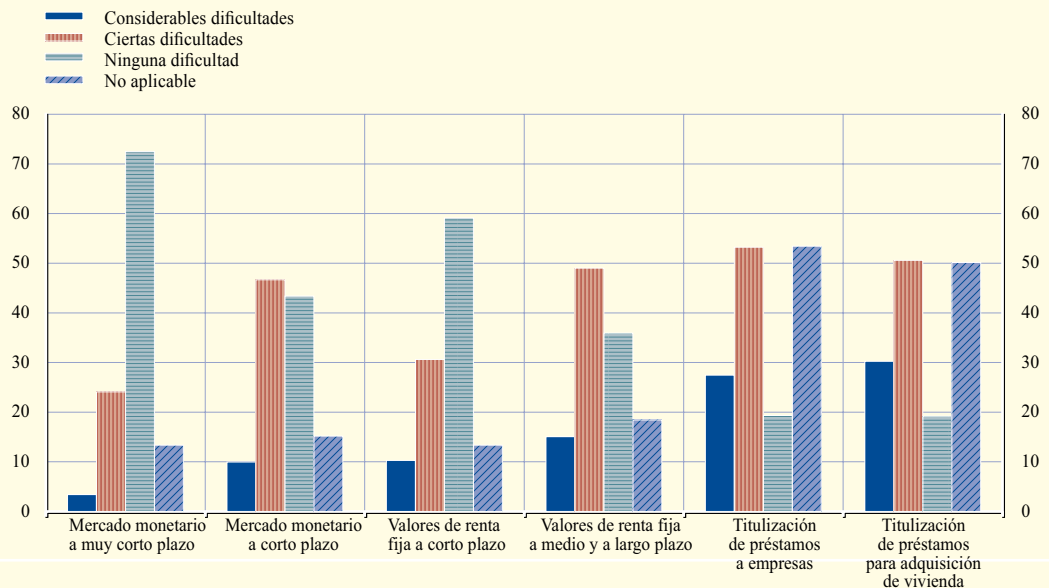


Nota: La columna «no aplicable» se calcula como el número de entidades que han elegido esta respuesta en porcentaje del número total de entidades participantes en la encuesta. Todas las demás columnas se calculan como el número de entidades que han elegido una respuesta determinada en porcentaje del número de entidades que no han contestado «no aplicable». Las cifras de la zona del euro son medias ponderadas de los resultados por países.

4 Cabe observar que no todas las modalidades de financiación son relevantes para las entidades de crédito en los diversos países de la zona del euro.

Gráfico G Perspectivas de acceso a la financiación en los mercados al por mayor en los próximos tres meses

(Porcentaje de entidades)



Nota: La columna «no aplicable» se calcula como el número de entidades que han elegido esta respuesta en porcentaje del número total de entidades participantes en la encuesta. Todas las demás columnas se calculan como el número de entidades que han elegido una respuesta determinada en porcentaje del número de entidades que no han contestado «no aplicable». Las cifras de la zona del euro son medias ponderadas de los resultados por países.

observa también que las entidades han tenido problemas para captar fondos mediante bonos a medio y largo plazo y valores de renta fija a corto plazo en los tres últimos meses. No se espera que el acceso a la financiación al por mayor sea mejor en los tres próximos meses, si bien la imagen varía ligeramente en función de la fuente de financiación (véase gráfico G). Se espera que el acceso al mercado interbancario y de renta fija continúe viéndose obstaculizado en los tres meses siguientes, con tan solo una ligera mejora (una reducción del porcentaje de entidades que han respondido «dificultades considerables», y el consiguiente incremento del porcentaje de entidades que han respondido «ciertas dificultades»). En cambio, se espera que la titulización de préstamos a empresas pase a resultar algo más difícil de realizar en los tres próximos meses, en comparación con los tres meses precedentes.

También se espera que las dificultades para acceder a la financiación mayorista en los tres meses próximos causen cierto impacto sobre las cantidades que esas entidades están dispuestas a prestar y/o sobre el margen de los préstamos a conceder en el próximo trimestre. La disposición de las entidades de crédito a prestar fondos en los tres próximos meses puede verse asimismo influenciada, en cierto modo, por el efecto de los acontecimientos en los mercados de crédito sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades.

En general, los datos más recientes (basados en cifras hasta agosto del 2007) confirman que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 han influido en la evolución monetaria, así como que la dinámica monetaria subyacente sigue siendo sólida. Esta valoración se mantiene incluso si se tienen en cuenta el efecto que la curva de rendimientos plana ha tenido sobre las decisiones de cartera en los últimos trimestres, y el impacto de la evolución más reciente de los mercados financieros, y, por tanto, continúa apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*En julio del 2007, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo sin variación en el alto nivel observado en el mes anterior. Esta evolución fue consecuencia del aumento de las tasas de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las IFM, las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras, mientras que la actividad de emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas se redujo. La emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente, aunque se mantuvo en niveles relativamente moderados si se compara con la de valores distintos de acciones.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 9% en julio del 2007, manteniéndose sin variación desde junio (véase cuadro 3). En lo que se refiere a la estructura de vencimientos de estos valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo aumentó hasta el 12,8% en julio, desde el 11,7% del mes anterior, mientras que la de valores a largo plazo se moderó ligeramente, reduciéndose desde el 8,7% hasta el 8,6%. La tasa de crecimiento interanual de los valores a largo plazo a tipo de interés variable, que ascendió al 16%, volvió a ser considerablemente más elevada que la de los valores a largo plazo a tipo de interés fijo, que en julio se situó en el 5,4%. Esta evolución podría reflejar la persistencia de una demanda de valores a tipo de interés variable comparativamente elevada, en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos relativamente plana.

**Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Jul	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Jun	2007 Jul
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>11.811</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>
IFM	4.905	8,4	9,8	10,5	10,6	10,7	10,8
Instituciones financieras no monetarias	1.319	26,0	28,2	26,4	27,1	26,2	27,2
Sociedades no financieras	702	4,2	4,8	5,6	7,0	8,8	10,2
Administraciones Públicas	4.884	2,8	2,8	2,4	3,2	3,8	3,3
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.577	2,3	2,4	2,1	3,1	3,8	3,3
Otras Administraciones Públicas	307	11,8	9,1	6,8	5,8	3,4	2,6
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>6.640</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
IFM	1.081	1,8	2,0	2,3	1,8	1,8	1,4
Instituciones financieras no monetarias	607	1,5	1,1	1,0	1,5	1,6	1,5
Sociedades no financieras	4.951	1,1	0,8	0,8	1,0	1,3	1,5

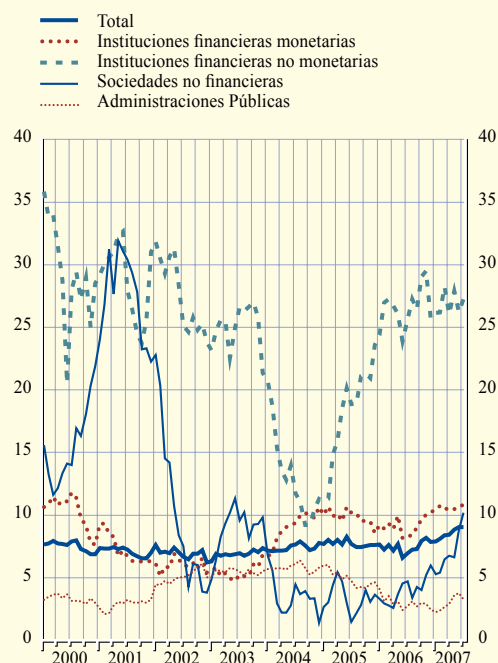
Fuente: BCE.

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



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

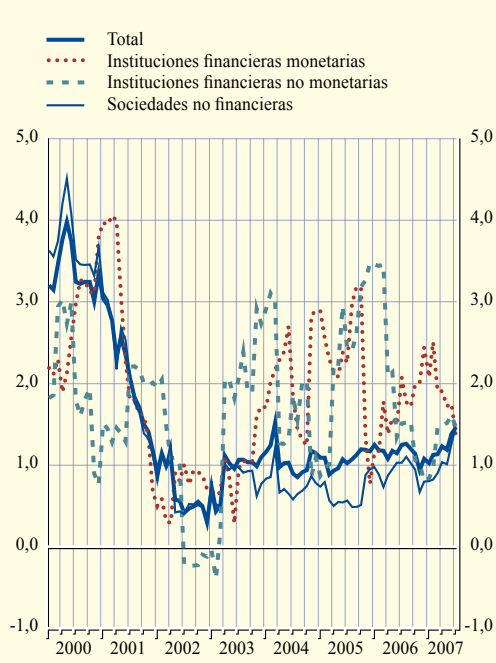
(tasas de crecimiento interanual)



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

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 10,2% en julio (véase gráfico 7), acercándose a las tasas de crecimiento observadas para los valores de este tipo emitidos por las IFM. El aumento se debe a un efecto de base relacionado con las escasas emisiones netas observadas en julio del 2006 y las emisiones netas bastante elevadas de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras en julio del 2007. De hecho, en términos de la estructura de vencimientos, en julio del 2007 la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 7,3% en el caso de los valores a largo plazo, desde el 7% registrado el mes precedente, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores a corto plazo registró un nuevo y fuerte aumento, situándose en el 25,2%, frente al 18,6% de junio.

En julio del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM mantuvo su solidez y se situó en el 10,8%, lo que indica que las entidades de crédito siguen captando financiación para satisfacer la considerable demanda derivada del acusado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. Ello puede atribuirse principalmente a la vigorosa tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo por parte de las IFM, que ascendió al 14,4% en julio, mientras que la tasa de crecimiento de las emisiones a largo plazo de estas instituciones se redujo ligeramente, desde el 10,5% de junio hasta el 10,3% de julio.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó de nuevo en julio hasta alcanzar el 27,2%, situándose en un nivel

significativamente más elevado que para los demás sectores. Es probable que la mayor parte de la actividad emisora de este sector haya estado relacionada con las actividades de titulización de las entidades de crédito y con la financiación de fondos de capital riesgo.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público disminuyó hasta el 3,3% en julio, desde el 3,8% de junio. La tasa de crecimiento de los valores de este tipo emitidos por la Administración Central también se redujo, situándose en el 3,3% en julio, comparado con el 3,8% de junio, y la tasa de crecimiento interanual de la actividad emisora de otras Administraciones Públicas descendió desde el 3,4% registrado en junio hasta el 2,6% de julio.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente hasta el 1,5% en julio, desde el 1,4% de junio (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se moderó ligeramente, disminuyendo hasta el 1,4%, una tasa similar a las tasas de crecimiento observadas en otros sectores (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por parte de las instituciones financieras no monetarias se moderó ligeramente, reduciéndose desde el 1,6% de junio hasta el 1,5% de julio, y la tasa correspondiente a las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó hasta el 1,5% en julio, desde el 1,3% del mes precedente.

## 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*El inusitadamente acusado diferencial entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado monetario a plazos superiores al muy corto plazo se mantuvo en septiembre. Al mismo tiempo, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos de dicho mercado permaneció prácticamente sin variación y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes se mantuvo estable, en líneas generales, en alrededor de 30 puntos básicos.*

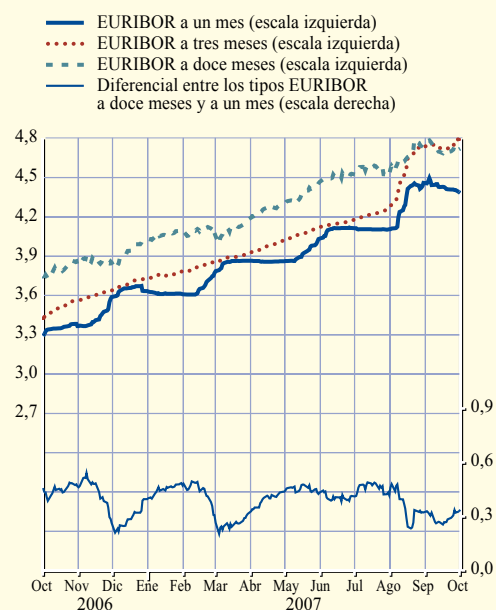
En septiembre, el diferencial entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado interbancario a plazos superiores al muy corto plazo se mantuvo elevado, siendo reflejo de las tensiones continuas en los plazos más largos del mercado monetario. Los diferenciales entre los tipos del EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados (como por ejemplo el EUREPO, un índice para los repos del sector privado) aumentaron significativamente en un entorno de turbulencias en los mercados en agosto. Estos diferenciales se mantuvieron en niveles altos durante el mes de septiembre, y el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO a tres meses era de 74 puntos básicos el 2 de octubre, algo superior al nivel registrado a finales de agosto, debido al habitual efecto de fin de año.

A lo largo del mes de septiembre, el EURIBOR a tres meses subió 10 puntos básicos hasta situarse en el 4,74% el 2 de octubre. El EURIBOR a un mes, a seis meses y a doce meses se mantuvo casi sin variación, registrando niveles del 4,38%, el 4,75% y el 4,72%, respectivamente, el 2 de octubre de 2007. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario permaneció relativamente estable en el período analizado, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó sólo ligeramente, de 33 puntos básicos a comienzos de septiembre, a 34 puntos básicos el 2 de octubre de 2007 (véase gráfico 9).

El 2 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros a tres meses del EURIBOR con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo y junio del 2008 se situaban en el 4,63%, el 4,36% y el 4,25%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a principios de septiembre, el

**Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario**

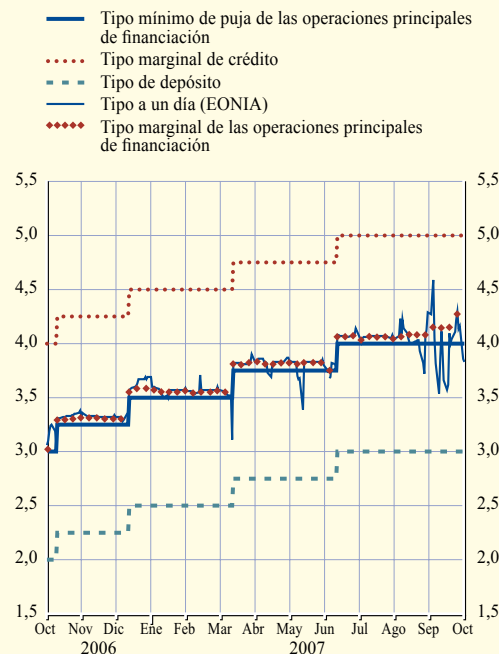
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

tipo de interés implícito de los contratos con vencimiento en diciembre del 2007 aumentó 10 puntos básicos, mientras que los tipos de los contratos con vencimientos en marzo y junio del 2008 registraron un descenso de 2 y 7 puntos básicos, respectivamente.

A principios de septiembre, el EONIA subió hasta situarse en el 4,588% el día 4 de dicho mes, dado que los participantes en el mercado percibían que las condiciones de liquidez existentes eran duras (véase gráfico 10)<sup>1</sup>. El 6 de septiembre, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 4%. En esa misma fecha, el EONIA invirtió su tendencia al alza, en gran medida como consecuencia de una operación de ajuste que inyectó 42,2 mm de euros adicionales en el mercado. Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para finales del período de mantenimiento, el 11 de septiembre, último día de dicho período, se llevó a cabo una operación de ajuste para drenar liquidez, mediante la cual el BCE absorbió 60 mm de euros, fijándose el EONIA en el 3,865%. En la primera semana del período de mantenimiento de reservas que terminó el 9 de octubre, el EONIA cayó al 3,573% el 17 de septiembre, después de que el 13 de septiembre el BCE realizara una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) complementaria, por importe de 75 mm de euros. Después del 25 de septiembre, el EONIA aumentó debido al habitual efecto de fin de trimestre, hasta situarse en el 4,162% el 28 de dicho mes, cayendo posteriormente por debajo del 4% como consecuencia de la abundancia de liquidez.

En las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema del 11 y el 18 de septiembre, el BCE adjudicó 10 mm de euros y 36 mm de euros por encima de los respectivos importes

<sup>1</sup> Desde el 1 de septiembre el EONIA se calcula con tres decimales.

de referencia. Los tipos de interés marginales resultantes se fijaron en el 4,15% y el 4,14%, respectivamente. En la tercera operación principal de financiación del 25 de septiembre, el BCE adjudicó 33 mm de euros por encima del importe de referencia y el tipo de interés marginal se estableció más alto, en el 4,27%, debido al efecto de fin de trimestre. En la última operación del 2 de octubre, el BCE adjudicó 7,5 mm de euros por encima del importe de referencia, lo cual dio lugar a un tipo marginal del 4,14 %.

En la operación de financiación a plazo más largo complementaria realizada por el Eurosistema el 13 de septiembre de 2007, el BCE adjudicó 75 mm de euros, como consecuencia de lo cual los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 4,35% y el 4,52%, respectivamente. En la operación regular de financiación a plazo más largo del Eurosistema del 26 de septiembre de 2007 (ejecutada de acuerdo con el procedimiento de OFPML habitual, con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), los tipos de interés marginal y medio ponderado se fijaron en el 4,5% y el 4,63%, respectivamente. Los tipos de interés marginales de las dos operaciones fueron 40 y 22 puntos básicos inferiores, respectivamente, al EURIBOR a tres meses vigente en las fechas correspondientes.

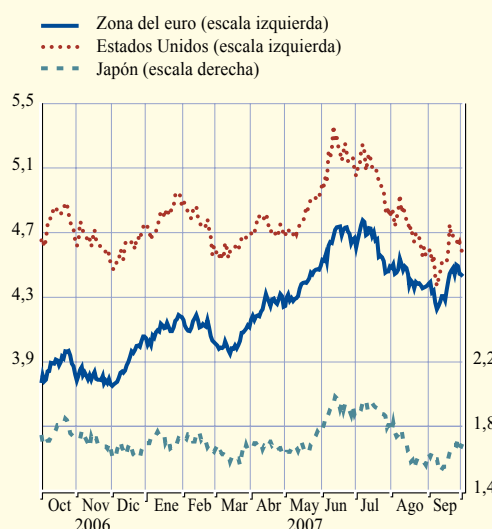
## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*El descenso experimentado por el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos en julio y agosto se detuvo en septiembre. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó ligeramente en los principales mercados, a medida que los efectos de las tensiones financieras iban remitiendo en varios segmentos de los mercados financieros, aunque no en todos.*

Tras la elevada volatilidad observada en julio y agosto, los mercados de renta fija se estabilizaron ligeramente en septiembre y a comienzos de octubre, al vislumbrarse las primeras señales de normalización (incluso en los mercados de crédito, el epicentro de las tensiones financieras), lo que pareció favorecer una mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores. El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro creció levemente, en torno a 5 puntos básicos, entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2007, fecha en la que se situó en el 4,4% (véase gráfico 11). Durante el mismo período, el rendimiento de los bonos estadounidenses apenas experimentó cambios, situándose en el 4,6% el 2 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro registró escasas variaciones durante el período de referencia. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente en relación con finales de agosto, situándose en torno al 1,7% el 2 de octubre. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opcio-

**Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

nes, disminuyó levemente en los tres principales mercados.

En Estados Unidos, la evolución de los mercados de deuda pública a largo plazo parece haber sido consecuencia, en cierta medida, de un repunte de las primas de riesgo de los mercados de renta fija, tras los acusados descensos observados en las fases iniciales de las tensiones financieras. Estos descensos estuvieron relacionados con una inversión parcial de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros registrados en los dos meses precedentes. El 18 de septiembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar el tipo de referencia de los fondos federales en 50 puntos básicos, hasta el 4,75%. Como resultado de esta decisión, se revisaron a la baja las expectativas de modificación de los tipos de interés oficiales a corto y medio plazo. La evolución del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo observada en septiembre también pudo ser consecuencia de una ligera elevación de las expectativas de inflación a largo plazo, reflejadas en las tasas de inflación implícitas de Estados Unidos.

En sentido contrario, los datos menos favorables sobre el mercado de la vivienda, el mercado de trabajo y la confianza de los consumidores publicados en el período considerado moderaron probablemente las presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses.

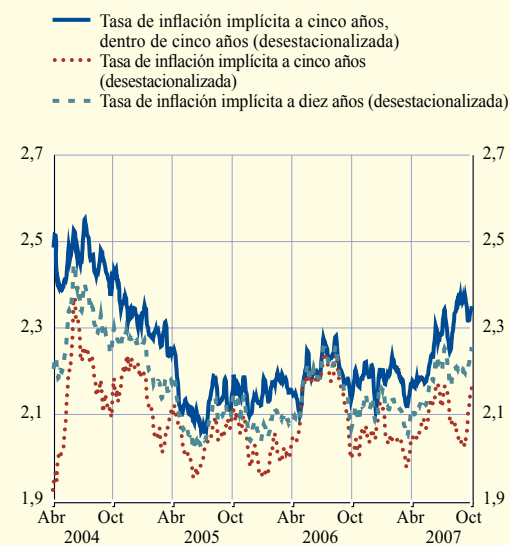
En la zona del euro, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo siguió, en general, la tendencia observada en los mercados mundiales y se elevó ligeramente en el transcurso del período examinado. Sin embargo, cabe señalar que el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro no se ha recuperado del todo de los descensos observados al principio del pasado verano, tras las tensiones surgidas en los mercados de crédito. Las subidas de los tipos de interés nominales a largo plazo de la zona del euro fueron acompañadas de un ligero aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación. Ello confirma la opinión de que, pese a las tensiones que han afectado a los mercados financieros, las perspectivas de los participantes en el mercado respecto a la actividad económica de la zona del euro siguen siendo relativamente favorables.

Las tasas de inflación implícitas a largo plazo no experimentaron cambios significativos en el período analizado. Por ejemplo, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo prácticamente estable a lo largo de todo el período, situándose en torno al 2,35% el 2 de octubre (véase gráfico 12). Sin embargo, dado que los mercados financieros siguen mostrando cierta volatilidad, toda interpretación de las perspectivas de inflación de los participantes en el mercado basada en los mercados de renta fija ha de realizarse con especial cautela.

Entre finales de agosto y comienzos de octubre del 2007, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza en los plazos más largos, probable reflejo de un repunte de las correspondientes primas de riesgo (véase gráfico 13). Al ser ampliamente anticipada,

Gráfico 12 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

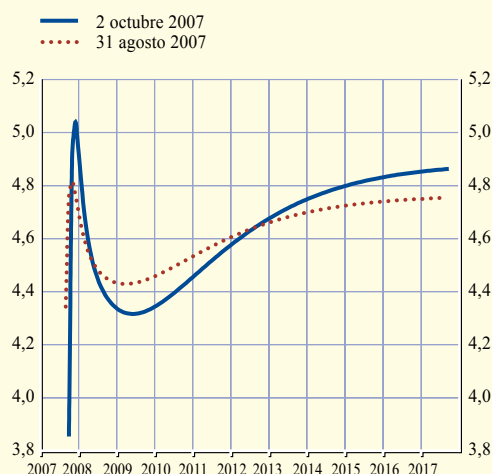
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)

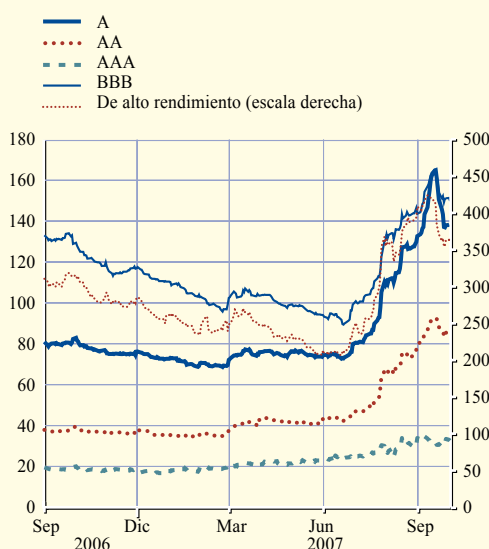


Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

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

**Gráfico 14** Diferenciales de renta fija privada en la zona del euro

(en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de renta fija privada se calculan como la diferencia entre el rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras con vencimiento entre siete y diez años y el de la deuda pública con vencimiento entre siete y diez años, según datos facilitados por Merrill Lynch.

la decisión del BCE de no modificar sus tipos de interés oficiales, adoptada el 6 de septiembre, tuvo escasos efectos en las expectativas de los participantes en el mercado respecto a los de tipos de interés a corto plazo.

Los costes financieros en el mercado de renta fija privada de la zona del euro aumentaron ligeramente en septiembre para la mayoría de las empresas, observándose, por ejemplo, un incremento de 15 puntos básicos del rendimiento de los bonos emitidos por empresas con una calificación crediticia de «BBB». De forma análoga, los costes financieros relativos de la renta fija privada «BBB», medidos por el diferencial con respecto a la deuda pública, se elevaron también, en unos 10 puntos básicos, en el mismo período. Sin embargo, cabe destacar que los recientes aumentos de los diferenciales de renta fija privada han sido mucho más reducidos que los registrados en julio y agosto (véase gráfico 14). Por último, a comienzos de octubre los diferenciales de renta fija privada de todo el arco de calificaciones crediticias se mantuvieron en niveles no demasiado distantes de sus medias históricas desde el año 1999. Este hecho tiende a respaldar la opinión de que, hasta el momento, la revalorización general del riesgo de crédito en el contexto de las turbulencias de los mercados financieros no ha sido excesiva (véase recuadro 3).



### Recuadro 3

## LA RECIENTE REEVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO

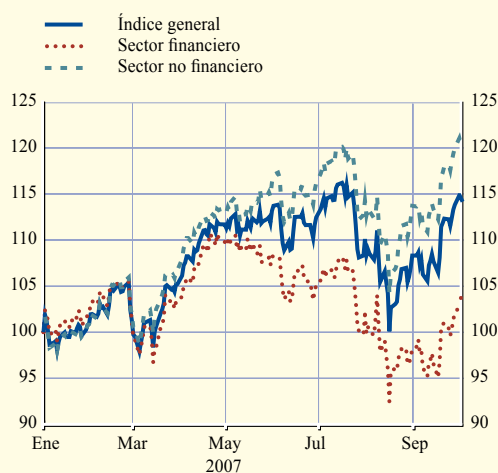
Lo que comenzó a mediados de junio como un aumento de la preocupación acerca de las pérdidas en el mercado hipotecario de alto riesgo (*sub-prime*) de Estados Unidos se convirtió en una perturbación financiera generalizada que provocó una reevaluación general de los riesgos de los mercados financieros (en particular, del riesgo de crédito y del riesgo de liquidez), y una menor tolerancia al riesgo entre los inversores de todo el mundo. La reevaluación general del riesgo de crédito puede evaluarse a través de la evolución de los mercados de renta fija privada y de derivados de crédito, en los que se ha producido una ampliación considerable de los diferenciales en todo el espectro de calificaciones crediticias (véase el gráfico 14 del texto principal). Pese a que la reevaluación del riesgo de crédito ha sido general, las tensiones financieras han afectado más a las instituciones financieras que a las sociedades no financieras. En este recuadro se presenta evidencia de las diferencias en cuanto al impacto de las perturbaciones registradas sobre las instituciones financieras y las sociedades no financieras de la zona del euro, y se analiza la reciente reevaluación del riesgo de crédito, principalmente en el sector de sociedades no financieras, desde la perspectiva de un modelo econométrico basado en bonos con calificación BBB como ejemplo representativo.

### Evolución de los diferenciales de renta fija de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras

Durante la mayor parte del 2005 y del 2006, los diferenciales de renta fija privada mostraron una tendencia a estrecharse, aunque con ligeras interrupciones en la primavera de esos dos años. Los diferenciales de crédito extremadamente reducidos, sobre todo en las categorías de peor calificación crediticia, fueron consecuencia de un entorno en el que la valoración y la percepción de los riesgos financieros y económicos se situaban en niveles inusualmente bajos. Sin embargo, entre finales de junio y el 2 de octubre de 2007, los diferenciales de los bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras se incrementaron unos 40 puntos básicos, hasta alcanzar los 100 puntos básicos. En el caso de las instituciones financieras, los diferenciales para la misma calificación crediticia aumentaron casi 90 puntos básicos, hasta 195 puntos básicos, en ese mismo período. La evolución de las cotizaciones bursátiles por sectores ha sido similar, de modo que en el sector financiero se produjeron pérdidas del 1,5% en ese período, mientras que el índice general del mercado experimentó una subida en el entorno del 2% (véase gráfico A). El índice bursátil del sector no financiero registró un alza de alrededor del 3,5% durante el citado período.

Gráfico A Cotizaciones bursátiles de la zona del euro por sectores

(1 de enero de 2007 = 100)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

El peor comportamiento del sector financiero responde a cambios en las expectativas de los participantes en el mercado respecto al riesgo de crédito que deben afrontar las instituciones financieras (incluidas las entidades de crédito). Esta evolución es consecuencia de la mayor exposición que las instituciones financieras tienen a los segmentos de mercado que se encuentran en el epicentro de la crisis, concretamente, a los de bonos de titulización y a los productos financieros estructurados en general, que han sido los más afectados por las caídas del valor de los activos y por la reducción de la liquidez y de la actividad en los mercados. Por consiguiente, a la vista de estas dificultades, se ha deteriorado la percepción del mercado acerca de las perspectivas de beneficios y de crédito de las instituciones financieras.

### Modelo econométrico aplicado a los diferenciales de renta fija privada

Para determinar en qué medida podría ser anómala la valoración de los diferenciales de renta fija privada antes y después del estallido de la crisis se necesita una «referencia» que relacione estos con sus determinantes. A tal fin, en este recuadro se presentan los resultados de un modelo econométrico basado en la metodología de cointegración, que explica los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB de la zona del euro utilizando variables que se han sugerido en la literatura<sup>1,2</sup>.

El modelo apunta a que los diferenciales de renta fija privada tienen una relación de equilibrio a largo plazo con diversas variables relacionadas, directa o indirectamente, con los cambios en el riesgo de crédito y en los ciclos económicos y de tipos de interés, y en las expectativas sobre los riesgos financieros. En concreto, el modelo incorpora las frecuencias de impago esperadas (frecuencias de impago de KMV Moody), el indicador Ifo de confianza empresarial, el EURIBOR a tres meses y la volatilidad implícita de los mercados de renta variable medida por el índice VSTOXX. Como evidencia de esta relación de equilibrio a largo plazo, el error de equilibrio con un desfase de un mes determina de modo significativo, en términos estadísticos y económicos, las variaciones actuales de los diferenciales de renta fija privada, de modo que el error de equilibrio tiende a corregirse con el tiempo.

En el gráfico B se muestra el diferencial contemporáneo entre bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras y los valores estimados resultantes del modelo completo de corrección del error, donde estos últimos se muestran hasta junio del 2007, último mes para el que se dispone de datos de impagos. El gráfico presenta también los niveles previstos de los diferenciales para el período comprendido entre julio y septiembre, partiendo del supuesto de que la frecuencia de impago permanece en el mismo nivel de junio para los meses posteriores. A juzgar por la estimación del modelo, los cuatro determinantes tienden a explicar relativamente bien los diferenciales de renta fija privada.

Las perturbaciones recientes han causado un ampliación considerable del diferencial de renta fija privada, retornando hasta niveles más acordes con la media observada desde 1999. Sin embargo, el hecho de que este incremento pueda, en gran medida, ser captado por el modelo, parece sugerir que

1 Véase, por ejemplo, Merton, R.C. (1974), «On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates», *Journal of Finance* 29, 449-470; y Collin-Dufresne, P., R. Goldstein y S. Martín (2001), «The determinants of credit spread changes», *Journal of Finance* 56, 2177-2207.

2 Los diferenciales de crédito se miden como el diferencial entre el índice de Merrill Lynch que recoge los rendimientos de las emisiones de renta fija de las instituciones financieras y las sociedades no financieras, y los rendimientos de la deuda pública de plazo similar. Las variaciones mensuales del diferencial de crédito se construyen a final de mes, reajustando los índices en el caso de que una empresa se haya incorporado o haya abandonado el índice. Se utilizan diferenciales ajustados por opciones (OAS), que son una medida de la influencia en la valoración de un bono de la opción de recompra o de reventa. Estos diferenciales se ajustan de opciones implícitas, efectos de cupón o efectos de reajuste del índice.

**Gráfico B Valores reales y estimados de los diferenciales de los bonos con calificación BBB de sociedades no financieras**

(datos de fin de mes; diferenciales en puntos básicos y frecuencias de impago esperadas en porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.  
Nota: Las tres últimas observaciones del nivel estimado se refieren a los valores condicionales previstos para los tres últimos meses de la muestra (julio-septiembre 2007).

**Gráfico C Término de corrección del error obtenido de la relación a largo plazo para los diferenciales de bonos con calificación BBB de sociedades no financieras de la zona del euro**

(datos de fin de mes en puntos básicos)



Fuente: Cálculos del BCE.

puede ser parte de una corrección general o una «normalización» de los diferenciales de crédito, tras unos niveles históricamente reducidos observados en el 2006. En particular, el modelo sugiere que, en el primer semestre del 2007, el diferencial correspondiente a las sociedades no financieras fue inferior, si bien sólo ligeramente, a lo que cabría esperar a partir de sus determinantes (véase gráfico B). Lo mismo se desprende del gráfico C, en el que se muestra la relación de equilibrio a largo plazo entre el diferencial y sus determinantes. No obstante, cabe observar que según el modelo, la reciente ampliación del diferencial fue consecuencia, principalmente, del pronunciado aumento de la volatilidad en los mercados de renta variable y del tipo de interés a corto plazo. La variable *proxy* que mide la actividad económica, el indicador Ifo, contribuyó de modo limitado a explicar la ampliación del diferencial y hasta ahora no se dispone de evidencia de un incremento de las tasas de impago desde los niveles excepcionalmente reducidos observados, lo cual también podría ser un reflejo de las condiciones previas de amplia disponibilidad de crédito. Por tanto, salvo en caso de que los impagos en el segmento de renta fija privada también se corrijan al alza hasta aproximarse a las medias históricas, en un proceso de maduración del ciclo crediticio, la corrección observada del diferencial de los bonos con calificación BBB de las sociedades no financieras podría no ser totalmente persistente si el impacto de la crisis se atenuara, con la consiguiente reducción de la volatilidad en los mercados de renta variable y de los tipos de interés de mercado.

En principio, el mismo patrón de comportamiento y las mismas interpretaciones serían aplicables a los diferenciales de las instituciones financieras. No obstante, los diferenciales de la renta fija del sector financiero parecen haber superado de manera más significativa los valores sugeridos por un modelo econométrico similar. Esto podría deberse a la exigencia de aumento de las primas por parte de los inversores, como consecuencia de la mayor incertidumbre acerca de la solvencia del sector. Alternativamente, este nivel más elevado también podría tener su origen en una reacción excesiva por parte de los inversores que podría desaparecer si no se producen nuevas perturbaciones de carácter adverso que afecten al clima de los mercados.

En general, las conclusiones de los modelos econométricos parecen sugerir que la reciente ampliación de los diferenciales crediticios se debe, fundamentalmente, a una corrección de la compensación exigida por los riesgos financieros previstos, más que por los riesgos macroeconómicos. Además, los aumentos de los diferenciales de la renta fija privada de las sociedades no financieras son más moderados y acordes, en general, con una «normalización» de los diferenciales con respecto a los niveles históricamente reducidos alcanzados con anterioridad. En cambio, la ampliación de los diferenciales de las instituciones financieras ha sido más acusada y podría responder a una valoración más pesimista de la rentabilidad del sector financiero en su conjunto por parte de los inversores, en el entorno actual de tensiones en los mercados. Dado que los modelos se sustentan en datos recopilados para el período posterior a la introducción del euro en enero de 1999, se han estimado a partir de una muestra relativamente reducida y, por consiguiente, pueden presentar cierta inestabilidad e incertidumbre, por lo que sus resultados deben ser interpretados con cierta cautela.

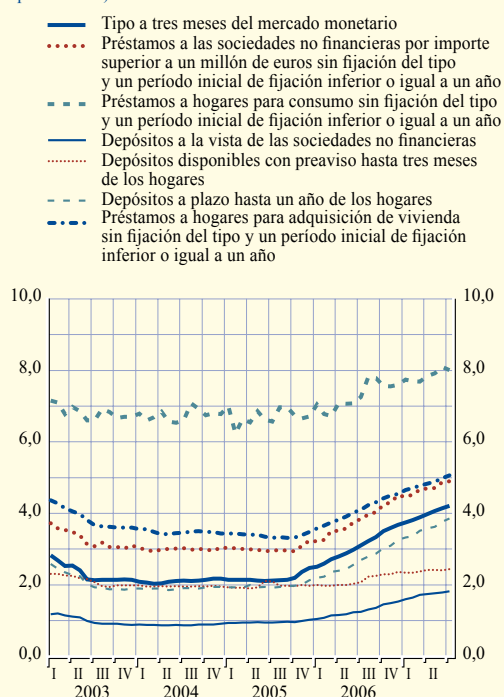
## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En julio del 2007, la mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM continuó su tendencia al alza. Los tipos de interés a largo plazo de los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementaron alrededor de 30 puntos básicos en julio, en comparación con el mes anterior.

En julio del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos se mantuvieron sin variación o se incrementaron, en función del plazo de vencimiento, mientras que el tipo del mercado monetario a tres meses aumentó 7 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 15). La única excepción fueron los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para consumo, que se redujeron 8 puntos básicos entre junio y julio del 2007. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año aumentaron 8 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año se elevaron 6 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros y se mantuvieron prácticamente sin variación para los préstamos por importe superior a un millón de euros. Además, los tipos aplicados por las enti-

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)



Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados<sup>1)</sup>)

							Variaciones en puntos básicos hasta jul 2007 <sup>2)</sup>		
	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Jun	2007 Jul	2006 Dic	2007 Mar	2007 Jun
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,56	2,87	3,27	3,51	3,77	3,85	58	34	8
A plazo a más de dos años	2,57	2,68	2,84	2,71	2,73	3,00	16	29	27
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,03	2,26	2,37	2,38	2,41	2,44	7	6	3
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,52	2,68	2,86	3,14	3,31	3,39	53	25	8
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	1,23	1,36	1,53	1,72	1,79	1,82	29	10	3
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,70	2,98	3,47	3,67	3,93	4,01	54	34	8
A plazo a más de dos años	3,23	3,70	4,04	3,61	4,09	4,41	37	80	32
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,08	7,79	7,60	7,69	8,09	8,01	41	32	-8
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,02	4,31	4,55	4,78	4,99	5,07	52	29	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,51	4,63	4,55	4,69	4,89	5,01	46	32	12
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	5,46	5,69	5,80	6,06	6,18	6,31	51	25	13
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,47	4,74	5,08	5,29	5,53	5,59	51	30	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,40	4,59	4,67	4,83	5,00	5,08	41	25	8
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,99	3,34	3,68	3,89	4,15	4,22	54	33	7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,47	3,62	3,79	3,94	4,45	4,48	69	54	3
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,78	3,70	3,83	3,95	4,57	4,55	72	60	-2

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

dades de crédito a los depósitos a plazo hasta un año de los hogares y de las sociedades no financieras subieron 8 puntos básicos.

Si se considera un período más prolongado, en los últimos meses se ha acelerado la velocidad de transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito (que presentaban cierto retardo con respecto al ciclo de aumentos graduales observados en los tipos de interés de mercado desde finales del 2005). Entre septiembre del 2005 y julio del 2007, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó alrededor de 210 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares con un período

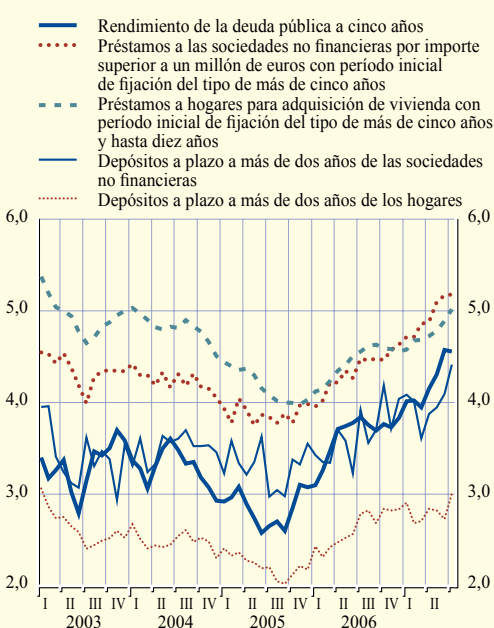
inicial de fijación inferior o igual a un año aumentaron unos 190 puntos básicos. Además, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos sin fijación del tipo y un período inicial de fijación de un año subieron alrededor de 180 puntos básicos en lo que respecta a los préstamos a las sociedades no financieras de hasta un millón de euros y 175 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. En cambio, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares para consumo sólo crecieron 105 puntos básicos, aproximadamente.

En julio del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a más de dos años aumentaron 27 puntos básicos en el caso de los hogares y 32 puntos básicos en el de las sociedades no financieras (véanse cuadro 4 y gráfico 16), mientras que el rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años prácticamente no varió en dicho mes. Al mismo tiempo, los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementaron 12 puntos básicos, mientras que los tipos a largo plazo de los préstamos a sociedades no financieras se elevaron 8 puntos básicos en el caso de los préstamos hasta un millón de euros, pero permanecieron estables en el caso de préstamos por importe superior a un millón de euros (véase gráfico 16).

Por lo que respecta a los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM, todavía se observa un retardo en la transmisión de las subidas registradas en los tipos de interés de mercado desde septiembre del 2005. El rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años de la zona del euro se elevó 227 y 195 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre del 2005 y julio del 2007. En ese mismo período, los tipos a largo plazo de los depósitos de los hogares se incrementaron sólo 98 puntos básicos. En cuanto a los tipos de interés de los préstamos y créditos, los aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años se elevaron sólo 102 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con un período inicial de fijación de más de cinco años, los tipos aplicados por las IFM se incrementaron entre 102 y 130 puntos básicos, en función del importe del préstamo. Es probable que entre los factores que explican el hecho de que los diferenciales bancarios se mantengan bajos se incluyan la mayor competencia entre las entidades de crédito y las entidades no bancarias, así como la relación de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y créditos a lo largo de los últimos años hasta el segundo trimestre del 2007. No obstante, también se ha observado en el pasado, hasta cierto punto, una transmisión relativamente lenta a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y líneas de crédito.

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)



Fuente: BCE.

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



## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En septiembre, las cotizaciones bursátiles se estabilizaron en los mercados internacionales, al disminuir ligeramente las perturbaciones crediticias que afectaron a los mercados financieros en los dos meses anteriores, especialmente en los segmentos de mayor calificación crediticia. En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles se vieron favorecidas por la elevada rentabilidad efectiva y esperada. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable se redujo en septiembre en relación con los máximos alcanzados en agosto.*

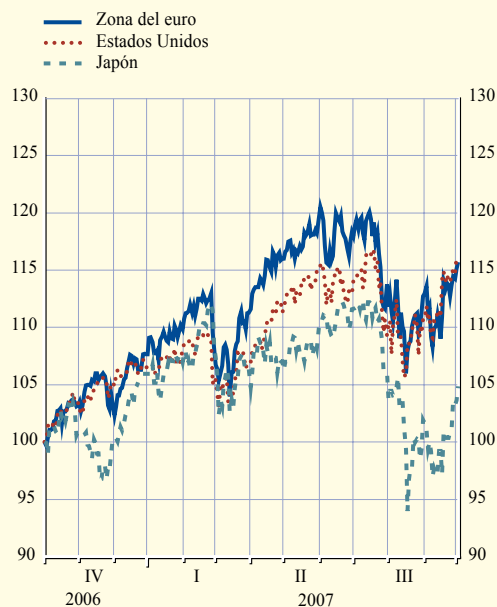
En septiembre y a comienzos de octubre, los índices bursátiles amplios se estabilizaron en la zona del euro y en Estados Unidos, tras la fuerte presión vendedora observada en los meses de verano (véase gráfico 17). Pese a la persistencia de tensiones en ciertos segmentos de los mercados financieros, los participantes en el mercado fueron considerando que la crisis crediticia había tocado probablemente techo, lo que tuvo una incidencia favorable sobre las cotizaciones bursátiles en todo el mundo. Además, las intervenciones de los bancos centrales parecieron contribuir también a propiciar un mayor optimismo en los mercados de renta variable. Entre finales de agosto y el 2 de octubre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, ganaron un 3%; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se elevaron un 5%; y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 6%. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre de esos mercados, se redujo en relación con los máximos alcanzados en agosto (véase gráfico 18).

En Estados Unidos, el repunte de las cotizaciones bursátiles fue reflejo de ciertas señales de que los mercados de crédito habían empezado a normalizarse. A su vez, ello puede haber llevado a los inversores a exigir unas primas de riesgo de las acciones ligeramente más reducidas. Los mercados de valores de Estados Unidos reaccionaron también de forma positiva a la decisión, adoptada el 18 de septiembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, de recortar el tipo de referencia de los fondos federales en 50 puntos básicos. Tras el anuncio de este recorte, el índice Standard & Poor's 500 subió casi un 3%. Existen dos razones principales por las que los mercados bursátiles reaccionaron con tanta fuerza a la rebaja del tipo de interés. En primer lugar, la reducción fue mayor de lo esperado por los participantes en el mercado. En consecuencia, parte del aumento de los precios de las acciones puede atribuirse a un descuento positivo o a un efecto de coste de oportunidad. En segundo lugar, para los participantes en el mercado, la decisión parece haber reducido la probabilidad de una pronunciada desaceleración a corto plazo de la actividad económica, lo que parece también haber propiciado una mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores, con los consiguientes desplazamientos de fondos desde la deuda pública hacia activos de mayor riesgo, como las acciones. Las tasas de crecimiento interanual de los beneficios efectivos y esperados de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 experimentaron escasas variaciones en septiembre, manteniéndose en niveles altos en términos históricos. Al mismo tiempo, la publicación de datos generalmente menos favorables en el período considerado moderó probablemente las subidas de las cotizaciones bursátiles estadounidenses.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro subieron en el período considerado. En general, la elevada rentabilidad de las empresas benefició a los mercados bursátiles de la zona del euro. En septiembre, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 16%, prácticamente el mismo nivel que en el mes anterior. Tal y como se indica en el recuadro 4, el vigoroso crecimiento agregado de los beneficios observado en el 2007 en la zona del euro se registró, en gran medida, en todos los países de la zona. Al mismo tiempo, los analistas de los mercados de renta variable esperaban que los beneficios por acción de las

Gráfico 17 Índices bursátiles

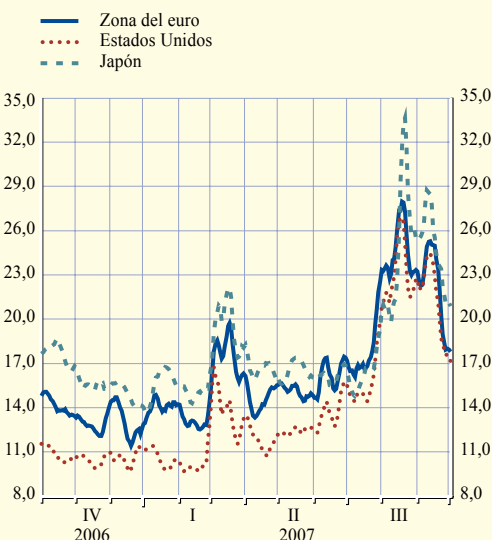
(índice: 1 octubre 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

empresas incluidas en ese índice crecieran a una tasa cercana al 9% en los próximos doce meses y al 8% en los próximos tres a cinco años, tasas ligeramente inferiores a las previstas en agosto<sup>2</sup>. En septiembre, los inversores iban considerando cada vez más que la situación financiera de las empresas de la zona del euro y, en particular, de las del sector no financiero seguiría siendo lo suficientemente sólida para hacer frente a los problemas que pudieran derivarse de las tensiones crediticias. En este contexto, la reducción de la prima de riesgo de las acciones de la zona del euro ejerció presiones al alza sobre las cotizaciones bursátiles. En sentido contrario, los tipos de interés ligeramente más elevados y el clima empresarial levemente menos favorable observados en la zona del euro a lo largo del período examinado hicieron probablemente bajar los precios de las acciones.

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

#### Recuadro 4

### VOLATILIDAD Y DISPERSIÓN POR PAÍSES DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO

La rentabilidad de las empresas tiene una relación estrecha e interdependiente con la actividad económica agregada, pese al hecho de que la globalización podría, con el tiempo, haber debilitado un poco los vínculos entre los beneficios y la producción interna. Sin embargo, los ciclos de beneficios suelen tener una amplitud y una volatilidad mayores que la del ciclo del PIB, la medida más común de la actividad económica agregada. A su vez, ello hace relativamente difícil extraer indicios confiables respecto al ciclo económico a partir de los beneficios de las empresas cotizadas, para las que se dispone de datos prácticamente en tiempo real. A continuación, se amplía el análisis de la relación entre los beneficios de las empresas cotizadas y el crecimiento del PIB en la zona del euro, que se presentaba en un recuadro del Boletín Mensual del mes pasado<sup>1</sup>. Se indica que el descenso observado en las fluctuaciones del crecimiento del PIB nominal de la zona del euro en los últimos decenios se ha reflejado de modo similar en una tendencia descendente de la volatilidad del crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas. Además, el análisis demuestra que la reciente solidez de dichos beneficios ha sido generalizada en todos los países de la zona y que las diferencias entre unos países y otros parecen guardar relación con diferencias en el crecimiento del PIB.

La reducción de la volatilidad, tanto del producto como de la inflación, lo que a menudo se ha dado en llamar «gran moderación», es uno de los cambios macroeconómicos más notables observados en los últimos decenios en las economías industrializadas, incluida la zona del euro. Se ha argumentado que los bancos centrales más orientados hacia la estabilidad de precios han contribuido a la mayor estabilidad del entorno macroeconómico. Además, dada la influencia positiva de los beneficios sobre la actividad económica, también es posible que la evolución del sector empresarial haya contribuido a la mayor estabilidad de las condiciones macroeconómicas. De modo más destacable, se han utilizado para explicar este fenómeno la mejoría en la gestión de las existencias y la innovación financiera<sup>2</sup>. Por otra parte, tampoco puede descartarse que la creciente integración económica y financiera dentro de la zona del euro haya traído consigo una mayor similitud del clima empresarial y, por consiguiente, de la evolución de los beneficios<sup>3</sup>. Como consecuencia, aunque la causalidad entre las dos medidas utilizadas puede fluir en ambas direcciones, el funcionamiento del mercado financiero también puede desempeñar un papel vital en la evolución de la economía real.

Teniendo esto presente, el gráfico A muestra una medida de la volatilidad del crecimiento interanual nominal del PIB y de los beneficios empresariales de la zona del euro en los tres últimos decenios. En el gráfico pueden apreciarse dos aspectos interesantes. En primer lugar, es evidente que las fluctuaciones más moderadas del crecimiento del producto que se observan en la zona del euro tienen, de hecho, su reflejo en una evolución similar de la rentabilidad de la zona. En segundo lugar, tanto la volatilidad de los beneficios como la del PIB han tendido a aumentar de forma acusada en la etapa anterior a una desaceleración económica (utilizando la definición de recesión del Centro de Investigación de Política Económica), como se representa en las zonas sombreadas del gráfico. Como los datos sobre los beneficios empresariales están disponibles antes que las estadísticas de las cuentas

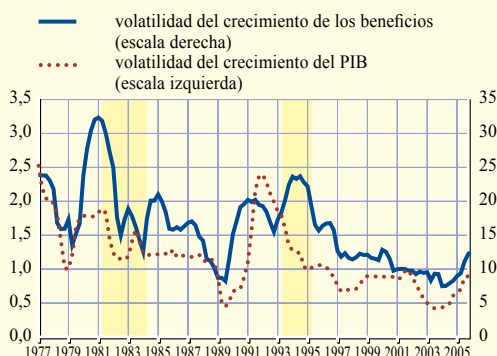
1 Véase el recuadro 5 del Boletín Mensual de septiembre del 2007 titulado «La relación entre el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas y el crecimiento del producto en el conjunto de la economía».

2 Véase, por ejemplo, M. McConnell y G. Pérez-Quiros, «Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?», *American Economic Review*, Vol. 90, No 5, 2000, pp. 1464-1475.

3 Véase L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, «Measuring financial integration in the euro area», *Occasional Paper n.º 23 del BCE*, mayo 2004.

**Gráfico A Volatilidad del crecimiento de los beneficios y del PIB nominal de la zona del euro**

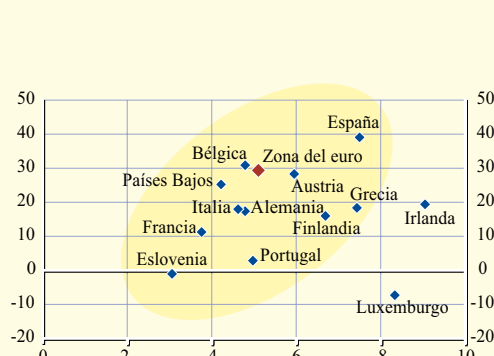
(desviación típica de la media móvil centrada de tres años; datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: Las zonas sombreadas representan recesiones según la definición del Centro de Investigación de Política Económica.

**Gráfico B Tasas de crecimiento del PIB nominal y de los beneficios de las empresas cotizadas**

(tasas de variación interanual; eje de abscisas: crecimiento del PIB, eje de ordenadas: crecimiento de los beneficios)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: Tasas medias de crecimiento para el primer y segundo trimestres del 2007.

nacionales, la volatilidad de los beneficios podría ser un buen sistema de alerta temprana para señalar posibles puntos de inflexión en el ciclo económico.

Además de la mayor persistencia observada en el crecimiento de los beneficios empresariales de la zona del euro (lo que supone también una menor volatilidad), otro aspecto favorable de los últimos años es el fuerte crecimiento sostenido de dichos beneficios, con tasas de dos dígitos muy superiores a las medias históricas de largo plazo<sup>4</sup>. Utilizando datos sobre beneficios empresariales basados en el índice total de mercados bursátiles de Thomson Financial Datastream, se observa que, en el caso de la zona del euro, las tasas de crecimiento interanual de los beneficios se han situado, en promedio, en niveles cercanos al 30% en el 2007, frente a una media de alrededor del 12% en el período comprendido entre 1991 y el 2006<sup>5</sup>. Esta evolución ha suscitado inquietud respecto a una posible desaceleración del crecimiento de los beneficios, al menos a medio plazo, como consecuencia de un ciclo de beneficios que toca a su fin, especialmente teniendo en cuenta que, en la zona del euro, el crecimiento nominal de los beneficios en los dos primeros trimestres del 2007 ha superado al crecimiento del PIB nominal en casi 25 puntos porcentuales.

Desde una perspectiva desagregada por países, la atención se centra en dos aspectos: en primer lugar, hasta qué punto las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales han seguido una evolución diferenciada en los países de la zona del euro, tanto en el pasado reciente como desde una perspectiva histórica y, en segundo lugar, la cuestión de si las diferencias observadas recientemente en el crecimiento de los beneficios empresariales en cada país se han reflejado también en las respectivas tasas actuales de crecimiento económico. En el cuadro se observa que el crecimiento de los beneficios empresariales en el 2007 (hasta junio) se ha situado por encima de la media a largo plazo

4 Otros indicadores de rentabilidad obtenidos de informes anuales también se han situado en niveles récord en los últimos años, como se indica por ejemplo, en el recuadro 4 del Boletín Mensual de junio del 2007 titulado «Información de los estados financieros de las sociedades no financieras cotizadas».

5 Las estimaciones se han calculado a partir de la ratio entre precios y ganancias y del índice de precios del índice total de los mercados de Thomson Financial Datastream correspondiente a la zona del euro, que contiene una muestra de 1.313 empresas. Si bien estos datos deben considerarse con cierta cautela, debido especialmente al sesgo al alza resultante del hecho de que no se registren las pérdidas, no se dispone de información sobre beneficios basada en datos más microeconómicos derivados de informes anuales, que sí incluyen las pérdidas, para una muestra tan completa y un período tan prolongado.

(desde 1991) en la mayoría de los países de la zona del euro. Aunque la solidez de los beneficios observada últimamente ha sido algo más pronunciada en algunos países de la zona, se trata de un fenómeno relativamente generalizado.

Para entender mejor las diferencias (aunque muy moderadas) observadas en la evolución de los beneficios, es útil recordar que el crecimiento de los beneficios empresariales guarda relación, supuestamente, con la actividad económica, ya que un sólido crecimiento de los beneficios debe reflejarse, en general, en elevados niveles de crecimiento del PIB y viceversa. Por consiguiente, el gráfico B indica que la dispersión observada en los países de la zona del euro respecto a la evolución de los beneficios en el 2007 podría deberse, hasta cierto punto, a diferencias en el crecimiento del PIB nominal. Concretamente, la relación entre el crecimiento del PIB nominal y beneficios empresariales parece sólida en los países más grandes de la zona.

Resumiendo, el análisis presentado en este recuadro demuestra que, pese a las impresionantes tasas de crecimiento que han registrado en los últimos años los beneficios empresariales de la zona del euro, la volatilidad de las ganancias se ha reducido, de hecho, en una magnitud compatible con la hipótesis de la «gran moderación». Además, un análisis comparativo por países sugiere que la elevada tasa de crecimiento de los beneficios observada últimamente es, con mucho, un fenómeno generalizado para todos los países que integran la zona del euro y que la dispersión de los niveles de crecimiento de los beneficios guarda una relación bastante estrecha con las diferencias en el crecimiento del producto.

### Crecimiento de los beneficios empresariales en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

	Crecimiento medio de los beneficios en el 2007	Crecimiento medio de los beneficios en el período 1991-2006	Diferencia
BE	30,9	7,6	23,3
DE	17,4	7,5	9,9
IE	19,4	11,7	7,7
GR	18,4	14,0	4,4
ES	39,1	5,8	33,2
FR	11,3	7,1	4,1
IT	18,0	7,4	10,6
LU	-7,3	12,7	-20,0
NL	25,2	9,3	16,0
AT	28,3	10,8	17,5
PT	2,8	5,6	-2,8
SI	-1,0	14,9	-15,9
FI	16,0	18,2	-2,3
Zona del euro	29,4	11,9	17,5

Fuente: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Los datos del año 2007 corresponden al período comprendido entre enero y junio. Para Luxemburgo, los datos se refieren al período comprendido entre enero de 1993 y junio del 2007, mientras que, en el caso de Eslovenia, abarcan desde abril del 2001 hasta junio del 2007.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación interanual medida por el IAPC se ha elevado al 2,1% en septiembre del 2007, desde el 1,7% de agosto, tras mantenerse por debajo del 2% durante doce meses consecutivos. A este aumento contribuyó de forma significativa el efecto particularmente acusado del descenso de los precios de la energía observado en septiembre del 2006, el cual, unido al pronunciado incremento de los precios del petróleo registrado recientemente, hace prever que la tasa de inflación se mantendrá bastante por encima del 2% en lo que queda del año 2007 y a comienzos del 2008. Además, la presión de los costes en la cadena de producción y el persistente aumento de los precios de algunos productos agrícolas en los mercados mundiales pueden tener una incidencia al alza sobre la tasa de variación interanual del IAPC general en los próximos meses. A más largo plazo, las perspectivas de inflación siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados con posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento, una dinámica más intensa de lo esperado de los salarios y una mayor capacidad de fijación de precios de las empresas en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE SEPTIEMBRE DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,1% en septiembre del 2007 (véase cuadro 5). Se dispondrá del detalle del IAPC a mediados de octubre. No obstante, los datos actualmente disponibles sugieren que el componente energético y, en particular, un fuerte efecto de base derivado del marcado descenso de los precios de la energía observado un año antes, contribuyó de forma significativa al aumento estimado de la inflación en septiembre.

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA AGOSTO DEL 2007

La inflación interanual medida por el IAPC general de la zona del euro descendió al 1,7% en agosto del 2007, desde el 1,8% de julio (véase gráfico 19), habiendo fluctuado durante doce meses consecutivos entre el 1,6% y el 1,9%, como resultado, principalmente, de la evolución del componente energético y, especialmente, de los favorables efectos de base que influyeron en este componente en el primer semestre del 2007.

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

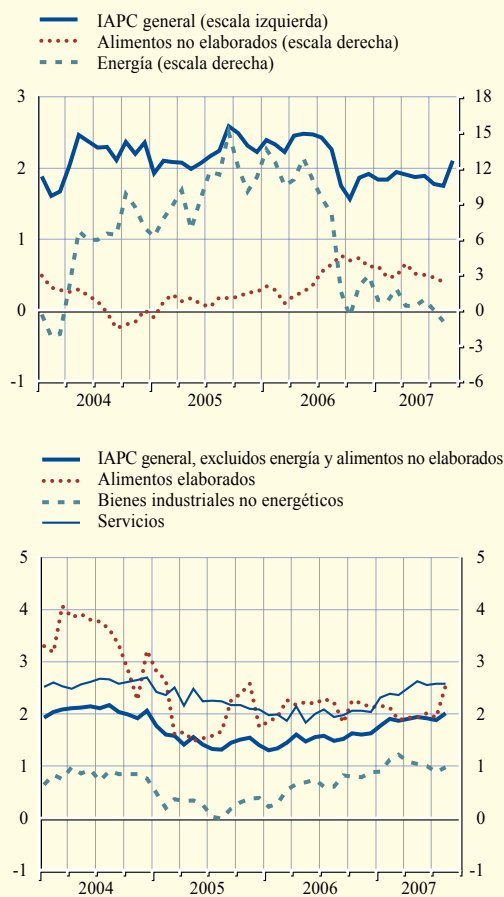
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en Thomson Financial Datastream.

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



### Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

ser reflejo de un lento ajuste de las cantidades producidas para hacer frente a la creciente demanda, dada la existencia de restricciones específicas de la capacidad productiva. También se registró un aumento en el componente de tabaco (debido, en gran parte, a la subida de los precios de este producto en Francia).

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó al 1% en agosto, desde el 0,9% del mes anterior, reflejo de la inversión parcial de las importantes rebajas estacionales observadas en julio, especialmente en los precios del vestido y el calzado. Pese a las fuertes presiones inflacionistas derivadas de los precios industriales de los bienes de consumo y al hecho de que la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero se encuentra actualmente en un nivel históricamente elevado, la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido en una senda moderada en los últimos meses. Este comportamiento reciente está en consonancia con el descenso simultáneo de la inflación en los precios de importación de los bienes de consumo, como resultado, probablemente, de la evolución del tipo de cambio.

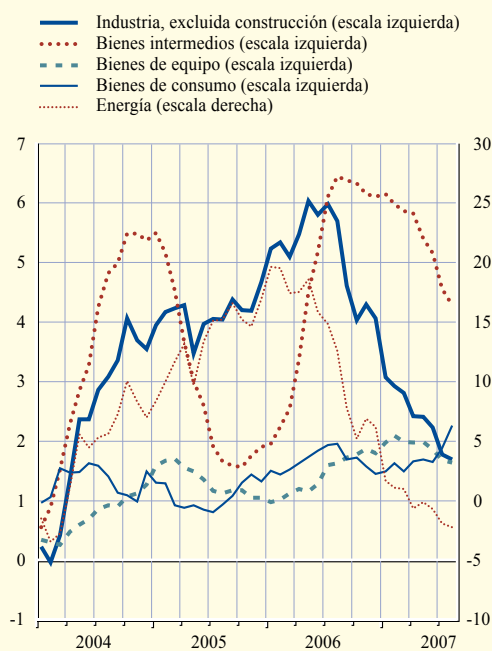
La reducción de la inflación medida por el IAPC general observada en agosto fue consecuencia de la evolución de los componentes más volátiles del IAPC. La tasa de variación interanual de los precios energéticos cayó sensiblemente en agosto, hasta el -0,9%, y la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó al 2,4%, desde el 2,8% de julio. Estas variaciones compensaron ampliamente el impacto del aumento de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, hasta el 2% en agosto, desde el 1,9% registrado en los seis meses anteriores, siendo esa la tasa de variación más elevada alcanzada desde finales del 2004.

Este aumento fue determinado, en gran medida, por un pronunciado incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, hasta el 2,5% en agosto, desde el 1,9% de julio, en el contexto de las subidas de los precios de algunos productos agrícolas en los mercados mundiales. Esta evolución fue resultado de una combinación de factores que afectaron a la oferta (precios energéticos más altos, niveles de existencias más bajos, condiciones atmosféricas desfavorables en algunas zonas de producción) y a la demanda (mayor consumo de carne y de productos lácteos en las economías emergentes, mayores incentivos oficiales al cultivo de biocombustibles)<sup>1</sup>. En un contexto de fuertes subidas de los precios de los productos lácteos y de los cereales en varios países de la zona del euro, el componente de «leche, huevos y quesos» del IAPC registró un aumento particularmente acusado en agosto, lo que puede

1 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos en los mercados internacionales y en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2007.

**Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció estable en un elevado nivel en agosto, situándose en el 2,6% por cuarto mes consecutivo. La aceleración de la inflación en los precios de los servicios observada desde el inicio del año se explica, en parte, por el impacto del aumento del IVA alemán, aunque puede reflejar también una mayor transmisión de la presión de la demanda y de los costes a los clientes, debido a la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas en el sector servicios.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En agosto del 2007, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, disminuyó hasta el 1,7%, desde el 1,8% de julio, situándose muy por debajo del máximo del 6% alcanzado en julio del 2006 (véase gráfico 20). Este pequeño descenso fue consecuencia, en gran medida, de la evolución de los precios industriales de la energía, que contribuyó negativamente a la inflación en los precios industriales. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales permaneció sin cambios en un elevado nivel, el 2,9%, en agosto, como resultado de movimientos de signo contrario en sus componentes. Manteniendo la gradual tendencia a la baja observada en ambos componentes, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de equipo disminuyeron ligeramente. Más adelante en la cadena de producción, las subidas de los precios de los alimentos en los mercados mundiales ejercieron presiones al alza sobre los precios industriales de los alimentos de consumo, especialmente de los lácteos. Éste fue uno de los

principales determinantes del marcado incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero, hasta el 2,3% en agosto, la tasa de crecimiento más alta observada en este sector desde finales del 2001. En conjunto, pese a cierta moderación en las primeras fases de producción, las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena siguieron siendo altas. Las fuertes subidas de los precios industriales de algunos bienes de consumo habrán influido también al nivel minorista. Por otro lado, los recientes aumentos de los precios del petróleo, unidos a los desfavorables efectos de base previstos, ejercerán probablemente presiones al alza sobre los precios industriales de la energía en los próximos meses.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras (véase gráfico 21) muestran cierta reducción de las presiones sobre los precios en el sector manufacturero, sobre todo de las derivadas de los costes de los bienes intermedios. En septiembre del 2007, el indicador de costes no salariales de los bienes intermedios en el sector manufacturero disminuyó sensiblemente por segundo mes consecutivo. En opinión de los encuestados, la reciente subida de los precios del petróleo se ha compensado con la caída de los precios de otros bienes intermedios, en particular, de los metales. Por el contrario, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios aumentó ligeramente y las principales fuentes de las presiones sobre los costes señaladas por los encuestados fueron los tipos de interés más elevados, las mayores presiones salariales y los costes de transporte más altos. Los indicadores de precios de producción en los sectores de manufacturas y de servicios disminuyeron ligeramente en septiembre. No obstante, todos los indicadores de precios procedentes de las encuestas se mantienen en niveles altos en términos históricos.

Sin embargo, la evolución de la utilización de la capacidad productiva, que ha crecido recientemente, alcanzando elevados niveles en las manufacturas y los servicios, no parece desempeñar un papel importante en la evolución de los precios industriales de la zona del euro (véase recuadro 5).

#### Recuadro 5

##### UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LA ZONA DEL EURO: INDICADORES E IMPLICACIONES

La presión de la demanda sobre la capacidad de oferta de la economía es un factor importante para los responsables de la política monetaria. Con vistas a la evaluación y al seguimiento de esta presión, se han elaborado varias medidas del margen no utilizado de la capacidad productiva: la brecha de producción, el paro en relación con la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación y la utilización de la capacidad productiva<sup>1</sup>. En el presente recuadro se analizan distintos indicadores de la utilización de la capacidad productiva en los sectores de manufacturas y servicios de la zona del euro, se valora la magnitud de las actuales presiones sobre la capacidad productiva de la economía y se examinan algunas de las repercusiones que el grado de utilización de dicha capacidad pueda tener sobre los precios de producción.

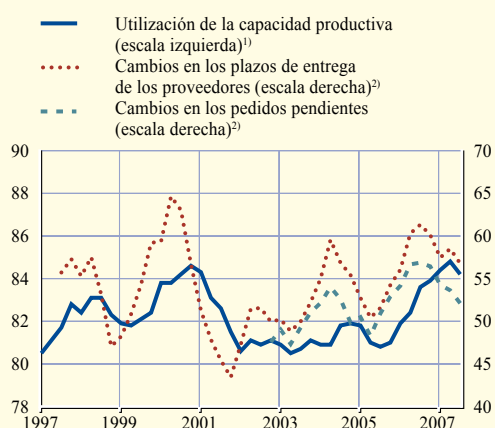
##### Utilización de los indicadores de las encuestas de opinión para evaluar las presiones sobre la capacidad productiva

Las encuestas trimestrales de la Comisión Europea proporcionan una medida directa de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro. En la encuesta dirigida al sector manufacturero se solicita una estimación del nivel actual de utilización de la capacidad productiva, en porcentaje de la

<sup>1</sup> Para un análisis de las medidas de la brecha de producción, véase el recuadro titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», en el Boletín Mensual de febrero del 2005. Para más información sobre la utilización de la capacidad productiva, véase también el recuadro titulado «Evolución de los datos de las encuestas sobre los límites a la producción industrial», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

**Gráfico A Indicadores de las encuestas relativos a las presiones sobre la capacidad productiva en el sector manufacturero**

(datos trimestrales desestacionalizados)



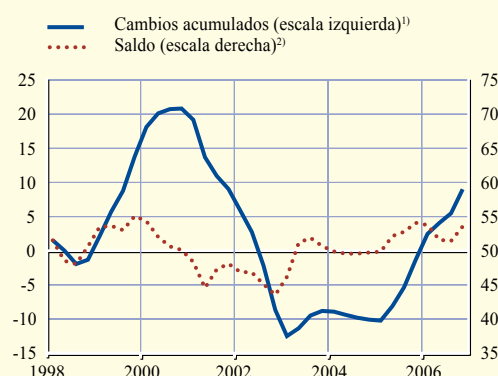
Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.

1) En porcentaje de la capacidad productiva total.

2) Un valor del índice superior a 50 indica un aumento, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución.

**Gráfico B Pedidos pendientes en los servicios de mercado**

(datos trimestrales desestacionalizados)



Fuentes: NTC Economics y cálculos del BCE.

Notas: Los servicios de mercado no incluyen el comercio al por menor, ni los servicios de correos y telecomunicaciones.

1) Índice de difusión acumulado desde septiembre de 1997, reajustado restando 50.

2) Un valor del índice superior a 50 indica un aumento, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución.

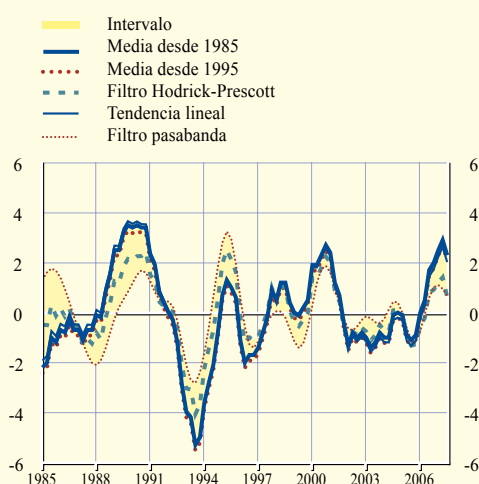
capacidad de producción total<sup>2</sup>. La encuesta mensual de NTC Economics a los directores de compras (el índice de directores de compras) ofrece unas medidas indirectas de las presiones sobre la capacidad productiva en el sector manufacturero, obtenidas de las respuestas relativas a cambios en los plazos de entrega de los proveedores y en los pedidos pendientes. Consideradas en conjunto, las dos respuestas dan una indicación del equilibrio entre la oferta y la demanda. Si la demanda supera la oferta, los plazos de entrega de los proveedores se alargan y crece el número de pedidos pendientes, es decir, aumentan las presiones sobre la capacidad productiva de la economía. Los datos relativos a las presiones sobre la capacidad productiva en el sector servicios son más limitados. El principal indicador disponible es la valoración de los pedidos pendientes proporcionada por la encuesta a los directores de compras del sector servicios, que abarca los servicios de mercado (excluidos el comercio al por menor y los servicios de correos y telecomunicaciones).

En general, estos indicadores sugieren que las presiones sobre la capacidad productiva han crecido en los dos últimos años. En el sector manufacturero, tras elevarse notablemente en los últimos trimestres, hasta niveles comparables con el máximo alcanzado a finales del 2000, las medidas directas han descendido ligeramente en julio del 2007. Los cambios en los plazos de entrega de los proveedores y en los pedidos pendientes sugieren un patrón similar de niveles altos, pero decrecientes, de la utilización de la capacidad productiva (véase gráfico A). En el sector servicios, el saldo de «pedidos pendientes» sólo da una indicación de los cambios en el equilibrio entre la oferta y la demanda (véase gráfico B).

2 En la encuesta, que se realiza en enero, abril, julio y octubre de cada año, se formula la pregunta siguiente: «¿Cuál es la capacidad productiva actual de su empresa (en porcentaje de la capacidad total)?». A la hora de medir la capacidad productiva de las empresas, es fundamental determinar lo que se entiende por «capacidad productiva», es decir, si sólo se refiere a la utilización del capital físico empleado en la producción. En este recuadro, se supone que, en sus respuestas, los encuestados se refieren a la utilización de todos sus recursos, tanto en términos de factor capital como de factor trabajo. Este supuesto se basa en el alcance general de la encuesta, que formula preguntas concretas sobre distintas restricciones de la producción, como escasez de capital, mano de obra y otros factores, por lo que se entiende que los encuestados tienen en cuenta todos estos factores de producción cuando evalúan la utilización de su capacidad productiva.

**Gráfico C Intervalo de desviaciones respecto de la «tendencia» de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero**

(desviación porcentual respecto de la tendencia)



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

Nota: El gráfico muestra la desviación porcentual respecto de la tendencia de la utilización de la capacidad productiva. La tendencia se mide utilizando distintas técnicas: la tasa media de utilización desde 1985, la tasa media de utilización desde 1995, una tendencia lineal desde 1985, un filtro Hodrick-Prescott y un filtro pasabanda.

**Gráfico D Utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero y beneficios por unidad de producción y variaciones esperadas de los precios de producción de las empresas industriales**

(datos desestacionalizados)



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

1) En porcentaje de la capacidad productiva total.  
2) Definidos como el excedente bruto de explotación por unidad de producción en la industria, excluida la construcción. Tasas de variación interanuales.  
3) Saldos netos; un valor positivo indica un aumento, mientras que un valor negativo señala una disminución.

Sin embargo, puede obtenerse un indicador aproximado del nivel de presión sobre la capacidad productiva, acumulando los cambios consecutivos en el saldo de pedidos pendientes. A fin de evaluar la magnitud de las presiones sobre la capacidad productiva, sería necesario establecer también un valor de referencia, que sería el que correspondería a un período en el que las presiones sobre dicha capacidad hubieran sido próximas a las normales, lo que resulta difícil si no se dispone de series temporales de datos lo suficientemente largas. No obstante, puede utilizarse el índice acumulado para evaluar las presiones sobre la capacidad productiva en relación con anteriores niveles máximos. Según este indicador, las presiones actuales en el sector servicios no han alcanzado todavía los niveles registrados en los años 2000 y 2001, si bien siguen aumentando (véase gráfico B).

La encuesta de opinión de la Comisión Europea para el sector manufacturero proporciona una estimación cuantitativa del grado actual de utilización de la capacidad productiva en la zona del euro. Para que esta medida sea útil como indicador de las presiones sobre la capacidad productiva de la economía, han de separarse los aumentos sostenibles de producción (o aumentos «tendenciales») de los incrementos que reflejan el grado de utilización. Una opción es evaluar la utilización en relación con alguna media a largo plazo. Sin embargo, este método podría sobrevalorar las presiones actuales sobre la capacidad productiva, si la utilización «tendencial» ha cambiado a lo largo del tiempo. Por ejemplo, la utilización puede haber aumentado si la competencia ha forzado a las empresas a ser más eficientes (es decir, a lograr tasas más altas de utilización); las innovaciones tecnológicas pueden haber permitido a las empresas tener menos capacidad productiva sin utilizar; o el descenso de la volatilidad de la demanda observado en los últimos años puede haber permitido a las empresas reducir la capacidad constituida anteriormente para protegerse de aumentos repentinos de la demanda. Por

lo tanto, otra opción es evaluar la utilización en relación con alguna tendencia lineal a largo plazo o con un filtro estadístico (por ejemplo, un filtro Hodrick-Prescott o pasabanda).

El gráfico C muestra un intervalo de estimaciones de las desviaciones de la utilización de la capacidad productiva respecto de la tendencia en el sector manufacturero, empleando distintos métodos para determinar la utilización tendencial. Las medidas coinciden, en general, en sugerir que la utilización de la capacidad productiva se encuentra actualmente por encima de la tendencia, aunque existen ciertas variaciones entre las distintas estimaciones de las presiones sobre dicha capacidad. Las estimaciones basadas en la tendencia media sugieren que las actuales presiones sobre la capacidad productiva se aproximan al máximo alcanzado a finales del 2000; otras medidas (utilizando una tendencia lineal y filtros estadísticos) indican que estas presiones son ligeramente más reducidas.

### ¿De qué forma las presiones sobre la capacidad productiva afectan a los precios?

La probable respuesta de las empresas al persistente crecimiento de la demanda y a la elevada utilización de la capacidad productiva es aumentar la inversión, con el consiguiente incremento de la capacidad. Sin embargo, a corto plazo, una mayor utilización de la capacidad productiva puede acentuar las presiones sobre los precios, al elevar los costes de producción y al otorgar a las empresas cierta capacidad de fijación de precios. Un alto nivel de utilización puede provocar cuellos de botella en la producción, falta de recursos y un aumento de los costes, debido a la escasez de los factores de producción que son fijos a corto plazo. Además, unas altas tasas de utilización pueden asociarse a una disminución de la productividad y a un incremento de los costes unitarios de producción. Por otro lado, si las empresas disponen de cierta capacidad de fijación de precios pueden aprovechar el crecimiento de la demanda para elevar sus márgenes de beneficios. El aumento de los costes, unido a la elevación de los márgenes, puede generar presiones al alza sobre los precios y, por ende, sobre la inflación.

Existe cierta evidencia de que la mayor utilización de la capacidad productiva ha otorgado a las empresas cierta capacidad de fijación de precios en la zona del euro. Al crecer el grado de utilización, los beneficios por unidad de producción han tendido a aumentar y las empresas del sector manufacturero han mostrado una mayor capacidad o disposición para elevar sus precios de venta (véase gráfico D). Sin embargo, es más difícil demostrar empíricamente la existencia de un vínculo sólido y estable entre las medidas de la utilización de la capacidad productiva y los precios de producción en la zona del euro. En este contexto, cabe considerar, de una forma más general, el posible aplanamiento de la curva de Phillips en los países industriales a lo largo de la última década<sup>3</sup>.

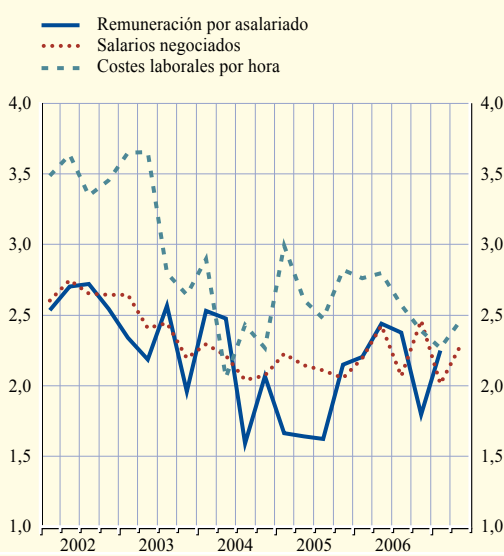
El aplanamiento de la curva de Phillips ha suscitado varias interpretaciones, entre las que se ha mencionado la influencia de las innovaciones tecnológicas y de la globalización. Con más fundamento, se ha argumentado que una mayor credibilidad de la política monetaria atenúa las variaciones de la inflación observada, al proporcionar un ancla a las expectativas de inflación, con lo que la influencia de las restricciones de la capacidad productiva disminuye y aumenta la de las expectativas de inflación. Por ejemplo, si a los primeros indicios de aumento de las presiones sobre la capacidad productiva, las autoridades monetarias instrumentan rápidamente una política monetaria más restrictiva, se evitará que suban los precios, ya que esta política más firme estará orientada a controlar la inflación cuando las restricciones de la capacidad productiva señalan riesgos para la estabilidad de precios. En consecuencia, a la hora de evaluar los riesgos para la estabilidad de precios, sigue siendo importante realizar un estrecho seguimiento de estos indicadores.

3 Véase, por ejemplo, el capítulo 3, titulado «¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?», en las «Perspectivas de la Economía Mundial» del FMI, abril del 2006.



**Gráfico 22 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En general, los indicadores de costes laborales siguen apuntando al mantenimiento de la moderación salarial en el primer semestre del 2007 en el conjunto de la zona del euro (véase cuadro 6).

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro aumentó al 2,5% en el segundo trimestre del 2007, desde el 2,3% del primer trimestre, aunque sigue siendo ligeramente más baja que la tasa media de crecimiento registrada en el 2006 (véase gráfico 22). Esta elevación se explica, principalmente, por las circunstancias observadas en Alemania, tras el notable descenso registrado en el trimestre precedente. En el resto de la zona del euro se observaron señales contradictorias. En Italia, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se elevó, mientras que disminuyó en España y Francia en relación con el primer trimestre.

Por sectores, el crecimiento de los costes laborales por hora en la industria, excluida la construcción, aumentó al 2,7% en el segundo trimestre del 2007, debido, en gran medida, a la volatilidad observada en Alemania, resultado de unos efectos de base y del impacto de unos pagos extraordinarios (véase gráfico 23). El crecimiento de los costes laborales por hora se elevó también de forma significativa en la construcción, mientras que se mantuvo moderado en los servicios de mercado en relación con el primer trimestre.

Los demás indicadores de costes laborales proporcionan datos que concuerdan con la valoración de que se mantendrá la moderación salarial en el primer semestre del 2007. El crecimiento de los salarios negociados aumentó al 2,3% en el segundo trimestre del 2007, aunque permanece en un nivel próximo a su media del 2006. La remuneración por asalariado se elevó en el primer trimestre, hasta el 2,3% (revisado a la baja desde el 2,5%), frente al 1,8% del cuarto trimestre del 2006. La información nacional disponible sugiere la posibilidad de un menor incremento de la remuneración

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

por asalariado en el segundo trimestre. Dado el fuerte descenso del crecimiento de la productividad del trabajo observado en el segundo trimestre, incluso un incremento moderado de la remuneración por asalariado originaría algún aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el citado trimestre.

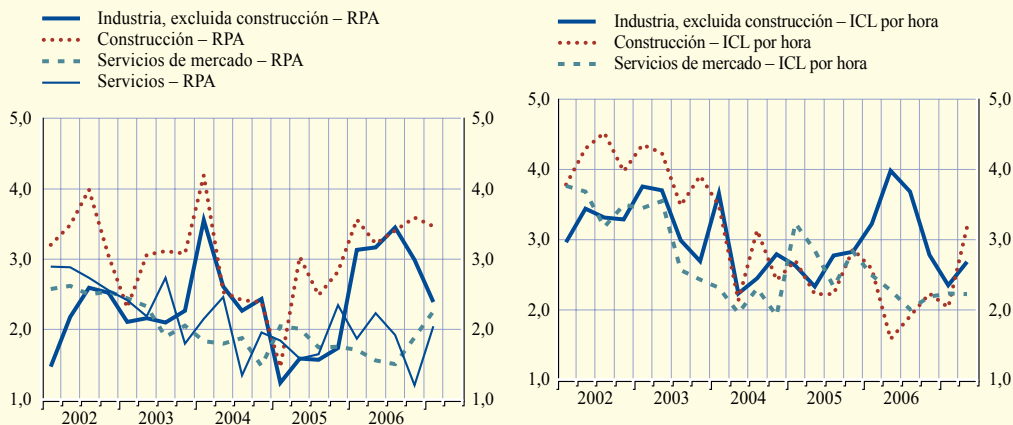
### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, la inflación interanual medida por el IAPC seguirá estando determinada, en gran medida, por la evolución del componente energético. En particular, se espera que los efectos, anteriormente favorables, de las pasadas fluctuaciones de los precios del petróleo ejerzan presiones al alza sobre la inflación en los últimos meses del 2007. Se estima que la tasa de inflación se mantendrá en niveles altos a comienzos del 2008, antes de volver a descender. Persisten las presiones sobre los precios internos, tal y como indica el reciente aumento del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía. Además, la evolución de los precios de los alimentos elaborados, relacionada con las recientes subidas de los precios de algunos productos agrícolas en los mercados mundiales, puede tener una incidencia al alza en la tasa de variación interanual del IAPC general en los próximos meses, y también puede influir en las percepciones y expectativas de inflación de los consumidores.

De cara al futuro, las perspectivas de inflación siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados con nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento y una dinámica más intensa de lo esperado de los salarios, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensiones en el mercado de trabajo. Por otro lado, si el consumo y la utilización de la capacidad productiva se mantienen en niveles altos, la presión de la demanda podría incrementar la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia.

Gráfico 23 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los datos correspondientes al primer semestre del 2007 confirman, como se esperaba, que el ritmo de la actividad económica en la zona del euro se ha normalizado. Las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujeron, en promedio, hasta el 0,5%, desde el 0,7% del segundo semestre del 2006. Los indicadores disponibles más recientes sugieren que el sostenido crecimiento económico real del primer semestre del 2007 continuó durante el verano. Según se señaló en las encuestas de opinión, el clima empresarial sigue siendo positivo en la industria, y los datos de las encuestas realizadas en los servicios continúan apuntando a una evolución favorable, aunque en ambos casos se está observando una moderación gradual, mientras que el desempleo se sitúa actualmente en niveles históricamente reducidos. Los riesgos para las perspectivas económicas son a la baja en el corto y en el medio plazo, especialmente si se tienen en cuenta la incertidumbre generada por las tensiones en los mercados financieros, por la preocupación acerca de presiones proteccionistas, por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales y, entre otras cosas, por nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Desde que Eurostat publicó la primera estimación del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre del 2007 no se han proporcionado nuevos datos de contabilidad nacional. Esta estimación se dio a conocer el mes pasado, e indicaba que la actividad económica de la zona del euro se había desacelerado en la primavera. Si se tienen en cuenta la volatilidad de los datos trimestrales y algunos factores especiales, como las condiciones meteorológicas, que influyeron significativamente en la actividad económica en el primer trimestre del año y un notable impacto de signo contrario en el segundo trimestre, la economía de la zona mantuvo un dinamismo notable (véase gráfico 24). En ese período, el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue acorde con su producto potencial y el crecimiento de la inversión siguió siendo elevado, aunque se redujo, mientras que el consumo privado registró un ascenso moderado. La información disponible a partir de indicadores de la demanda apunta a que este patrón continuó durante el verano.

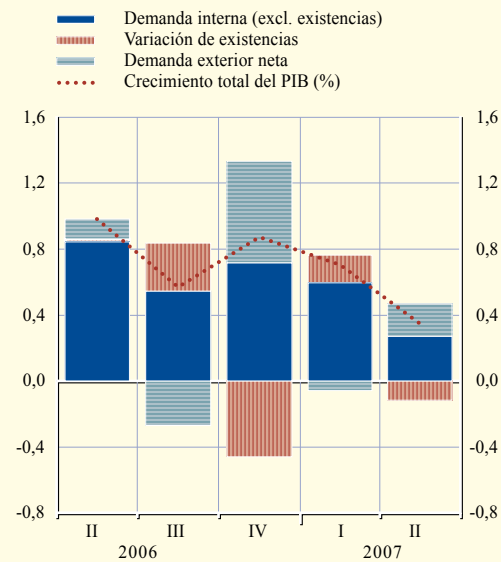
#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

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

De igual modo, desde la perspectiva de la oferta, los indicadores más recientes de la actividad confirman que este cambio en la composición del crecimiento del valor añadido sigue una pauta similar. En

Gráfico 24 Crecimiento del PIB real y contribuciones

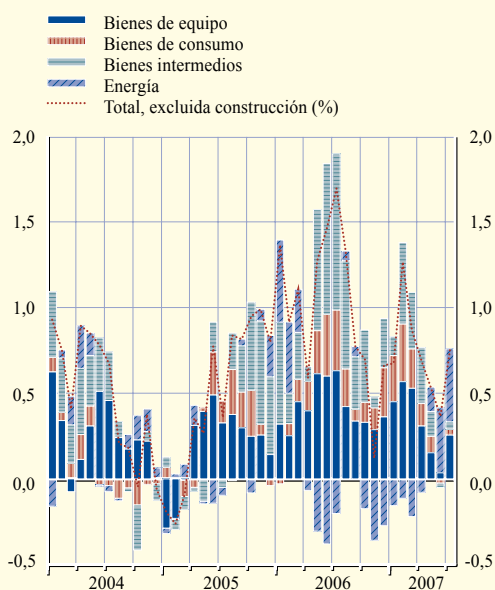
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 25 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

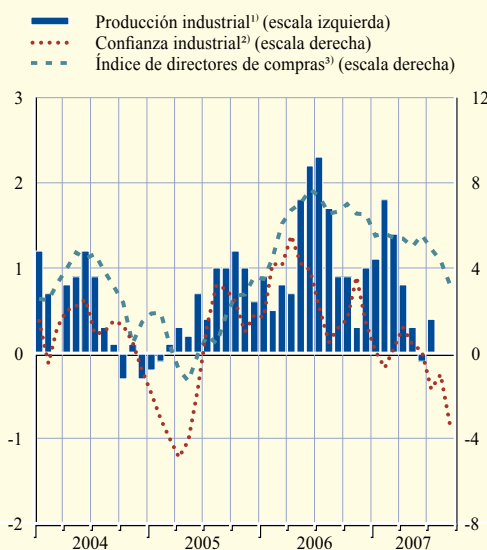
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

**Gráfico 26 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales desestacionalizados)



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

julio del 2007, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 0,8%, en términos de medias móviles de tres meses, debido a la fuerte contribución de los sectores energético y de bienes de equipo (véase gráfico 25). En términos intertrimestrales, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un ascenso del 2,5% en julio, en comparación con el 2% del mes precedente. En la construcción, que representa alrededor del 20% del valor añadido de la industria, la producción de julio prácticamente no se modificó con respecto al mes precedente, y se situó aproximadamente un 3% por encima del nivel registrado hace un año.

En general, la información más reciente disponible sugiere que es probable que el crecimiento de la industria haya seguido siendo vigoroso en el tercer trimestre del 2007, como consecuencia, en buena medida, del considerable efecto arrastre que deberían causar los resultados de julio en el nivel medio del trimestre en su conjunto. Una vez se tiene en cuenta la volatilidad a corto plazo, los nuevos datos sobre producción industrial confirman la valoración de que en el momento actual del ciclo económico, el crecimiento de la industria se mantiene fuerte pero está experimentando una desaceleración.

#### DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los datos de encuestas de opinión disponibles hasta septiembre sugieren que en el tercer trimestre continuó la normalización de la actividad económica (véase gráfico 26).

Según los datos de la encuesta realizada por NTC Economics, el indicador sintético del índice de directores de compras se situó en el 56,5 en el tercer trimestre del 2007, en comparación con el 57,2 del segundo trimestre. Este índice permanece bastante por encima de 50, el umbral teórico, lo que apunta a

un crecimiento, tanto en la industria como en los servicios. Sin embargo, en septiembre se observa un descenso considerable del índice de directores de compras para las manufacturas y los servicios, una evolución que pone de manifiesto los riesgos a la baja para la actividad económica asociados al reciente aumento de la incertidumbre relativa a las perspectivas económicas. Una imagen similar transmiten los indicadores de confianza para la industria y los servicios de la Comisión Europea, que cayeron en septiembre, aunque se mantuvieron en niveles elevados.

### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores más recientes del gasto de los hogares proporcionan señales contradictorias sobre el crecimiento del consumo privado.

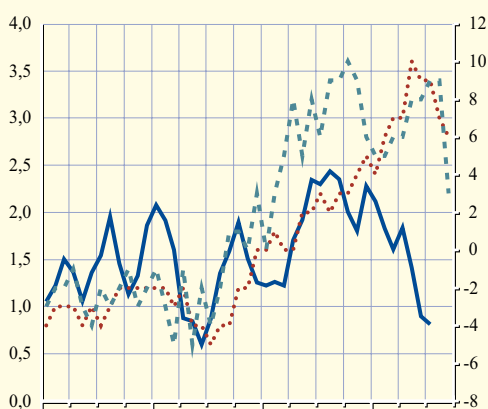
Por un lado, el relativamente moderado crecimiento que indican los datos observados parece haber continuado en el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico 27). En julio, las ventas del comercio al por menor de la zona del euro cayeron un 0,2%, en términos intertrimestrales, tras un aumento del 0,1% en el mes precedente, reflejando una disminución de las ventas de productos alimenticios que quedó contrarrestada por un ligero ascenso de las ventas de productos no alimenticios. En la zona del euro, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 0,7%, en términos intertrimestrales en agosto. La confianza del comercio al por menor se redujo considerablemente en septiembre.

Por otro, las perspectivas de crecimiento del consumo privado continúan siendo razonablemente positivas. A pesar de la debilidad de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles, el consumo privado ha sido relativamente vigoroso en los últimos meses. Debido al elevado

**Gráfico 27 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)

- Total ventas del comercio al por menor<sup>1)</sup> (escala izquierda)
- ..... Conf. consumidores<sup>2)</sup> (escala derecha)
- - - Conf. comercio al por menor<sup>2)</sup> (escala derecha)

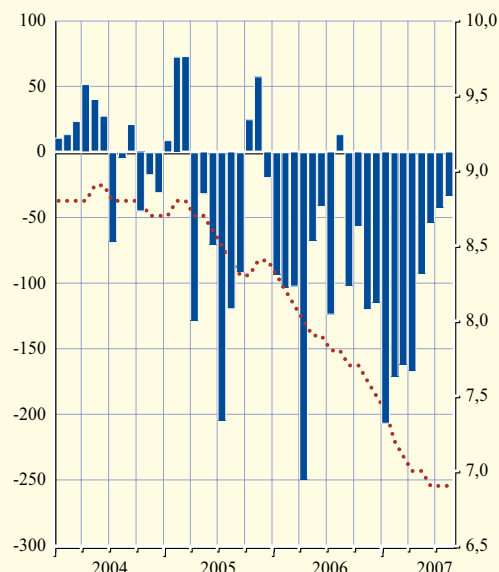


Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.  
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.  
 2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

**Gráfico 28 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)

- Variación intermensual en miles (escala izquierda)
- ..... Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

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

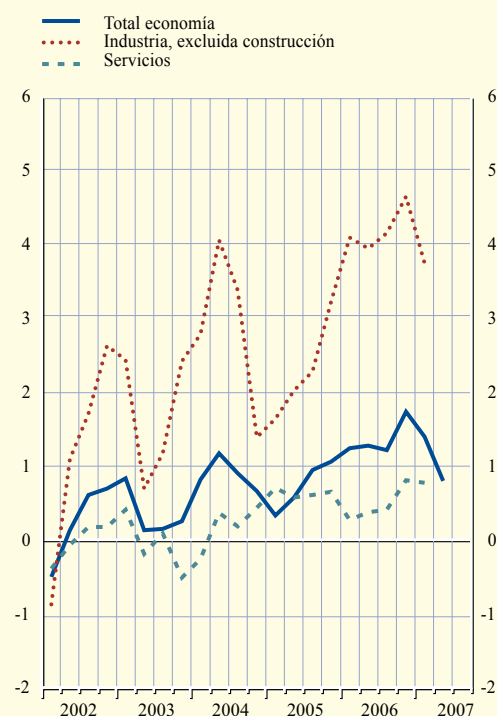
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

consumo no minorista, el crecimiento intertrimestral del consumo privado repuntó hasta el 0,5% en el segundo trimestre del 2007. Además, si continúa la evolución favorable del mercado de trabajo, las condiciones seguirán favoreciendo el crecimiento del consumo privado en el futuro.

**Gráfico 29 Productividad del trabajo**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

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

### DESEMPLEO

La tasa de desempleo de la zona del euro permaneció en el 6,9% en agosto, sin variaciones con respecto al mes precedente (véase gráfico 28). Esta tasa ha disminuido considerablemente, 0,9 puntos porcentuales, en los últimos doce meses, y actualmente se sitúa en el nivel más bajo desde principios de la década de los ochenta. En agosto, el número de parados se redujo en unas 33.000 personas, en comparación con el mes anterior.

### EMPLEO

Según la última estimación de Eurostat, el empleo registró un fuerte incremento en la zona del euro en el segundo trimestre del 2007, a una tasa intertrimestral del 0,5% (véase cuadro 7). Además, la información que se ha facilitado desde la publicación de la estimación anterior apunta a una evolución aún más positiva de lo previsto inicialmente en el primer trimestre del 2007: el crecimiento del empleo en el primer trimestre del año ha sido



revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0,6%. Según el detalle por sectores disponible, esta revisión al alza se debe, principalmente, a una evolución mejor de lo esperado en la industria, en particular en la construcción.

En el segundo trimestre del 2007, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro se desaceleró, en términos interanuales, como consecuencia del efecto combinado de la persistente mejora en las tendencias del mercado de trabajo y de la normalización de la actividad económica en la zona (véase gráfico 29). Esta desaceleración es acorde con la actual posición cíclica de la economía de la zona del euro, pese a las posibles mejoras de la productividad tendencial que puedan lograrse mediante la aplicación de reformas estructurales. En el recuadro 6 se presenta un análisis de los comportamientos sectoriales de la productividad total de los factores en los países de la zona del euro desde mediados de los años noventa.

Según datos de encuestas de opinión disponibles hasta septiembre, parece que las positivas tendencias observadas en el mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años continuaron en el tercer trimestre del 2007. Según el índice de directores de compras procedente de la encuesta de NTC Economics, el crecimiento del empleo siguió siendo dinámico en el tercer trimestre, tanto en la industria como en los servicios. Las expectativas de empleo de la encuesta de la Comisión Europea arrojan unos resultados similares.

#### Recuadro 6

### COMPORTAMIENTO SECTORIAL DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Las ganancias de productividad son el principal motor del crecimiento económico en los países industrializados. En general, las mejoras en la productividad agregada del trabajo pueden atribuirse a la cantidad de maquinaria o de capital utilizados por unidad de trabajo, a los cambios en la calidad del factor trabajo y a un tercer factor, con frecuencia denominado productividad total de los factores (PTF)<sup>1</sup>. Este último recoge las variaciones del producto total que no son resultado de cambios en los factores y es una medida del progreso técnico «incorpóreo» o de otras ganancias de eficiencia en el proceso de producción, como las mejoras organizativas o de gestión. En la práctica, el crecimiento de la PTF se calcula como el crecimiento residual del producto o del valor añadido que permanece después de tomar en consideración las mejoras derivadas de cambios en los factores trabajo y capital.

En vista de la reciente publicación de la base de datos UE KLEMS sobre contabilidad del crecimiento y la productividad<sup>2</sup>, en este recuadro se analizan los principales patrones de la evolución de la PTF en algunos países de la zona del euro desde mediados de la década de los noventa. La base de datos UE KLEMS constituye una valiosa fuente de información a nivel de sectores y permite realizar un análisis más exhaustivo de la estructura, el alcance y la composición del crecimiento de la PTF en las economías de la zona del euro. El recuadro se centra en el crecimiento de la productividad en la economía de mercado, ya que la estimación de la PTF está sujeta a algunas salvedades que se afectan más intensamente a los servicios de no mercado<sup>3</sup>. Los datos de la base UE KLEMS no han sido refrendados en su totalidad por los institutos nacionales de estadística, por lo que es necesaria cierta cautela al extraer conclusiones.

- 1 Para un análisis de la evolución de la productividad agregada del trabajo en la zona del euro, véanse el recuadro 9 del Boletín Mensual de marzo del 2005 y el artículo titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», en el Boletín Mensual de julio del 2004.
- 2 El proyecto UE KLEMS (Análisis de los factores capital (K), trabajo (L), energía (E), materiales (M) y servicios (S) de la UE), dedicado a la investigación con fines estadísticos y analíticos, está financiado por la Comisión Europea.
- 3 Los servicios de no mercado incluyen la administración pública, la educación, las actividades sanitarias y veterinarias y la asistencia social, y las actividades inmobiliarias.

Contribución a la variación del crecimiento de la PTF, por sectores<sup>1)</sup>

	Media del crecimiento de la PTF		Variación del crecimiento de la PTF	Contribución a la variación del crecimiento de la PTF, por sectores					
	1980-1995	1996-2004		Equipo eléctrico, servicios de correos y de comunicaciones	Total sector de manufacturas, excluido el sector de material y equipo eléctrico	Otro sector de producción <sup>2)</sup>	Distribución	Servicios financieros y empresariales, excepto actividades inmobiliarias	Servicios de carácter personal
Bélgica	0,51	0,33	-0,17	0,11	-0,32	0,00	-0,04	0,15	-0,10
Alemania	1,09	0,36	-0,73	0,20	-0,02	0,14	-0,03	-0,99	-0,08
España	0,68	-0,92	-1,60	-0,16	-0,48	-0,78	-0,35	0,30	-0,11
Francia	1,04	0,67	-0,37	0,17	0,05	-0,29	-0,42	-0,11	0,20
Italia	0,51	-0,65	-1,15	0,06	-0,82	0,02	-0,59	0,24	-0,03
Luxemburgo	3,18	-0,48	-3,66	0,39	-0,76	-0,02	-0,92	-2,65	-0,10
Países Bajos	0,26	1,05	0,79	0,14	-0,08	-0,17	0,44	0,17	0,32
Austria	1,36	1,19	-0,17	-0,06	0,14	0,24	-0,09	-0,48	0,04
Finlandia	1,47	2,61	1,14	0,91	-0,01	-0,07	0,32	0,07	-0,01
Zona del euro	0,85	0,46	-0,39	0,14	-0,20	-0,19	-0,11	-0,08	0,04
Estados Unidos	0,65	1,61	0,96	0,17	0,01	0,09	0,30	0,32	0,01

Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de UE KLEMS.

1) No se incluye Eslovenia por carecer de datos para el período 1980-1995. No se dispone de datos de Grecia, Irlanda y Portugal.

2) Este sector incluye: minería y explotación de canteras, distribución de energía eléctrica, gas y agua, construcción, agricultura, caza, silvicultura y pesca.

Según la base de datos UE KLEMS, el crecimiento de la PTF en la zona del euro se desaceleró desde una tasa media de crecimiento anual del 0,9% en el período 1980-1995, hasta el 0,5% en 1996-2004<sup>4</sup>. Esta ralentización resulta especialmente sorprendente si se compara con el crecimiento de la PTF en Estados Unidos, donde aumentó del 0,7% al 1,6% en los mismos períodos. El crecimiento agregado de la PTF se desaceleró en casi todos los países de la zona del euro incluidos en la base de datos, con la excepción de Finlandia y Países Bajos (véase cuadro). En varios países, entre los que se incluyen algunos de los más grandes de la zona del euro, la ralentización de la PTF no sólo fue sustancialmente más pronunciado que la media, sino que además ha llevado a una tasa de variación media negativa desde mediados de los años noventa.

La desaceleración del crecimiento de la PTF de la zona del euro tuvo su origen principalmente en el sector de manufacturas (excluyendo el de material y equipo eléctrico) y en el otro sector de producción, seguido de la distribución (comercio al por mayor y al por menor, transporte y almacenamiento), y los servicios financieros y empresariales. El sector de manufacturas (excluido el de material y equipo electrónico) y el otro sector de producción contribuyeron con -0,2 puntos porcentuales, respectivamente, como resultado, en gran parte, de la evolución del primer sector en España e Italia y del segundo en España y Francia. El impacto de la actividad del sector de distribución y del de servicios financieros y empresariales fue considerablemente menor. Los cuatro países más grandes de la zona del euro registraron una desaceleración significativa en al menos uno de estos sectores principales. Este efecto quedó compensado, en parte, por la contribución positiva del sector electrónico y de telecomunicaciones, en el que en casi todos los países se produjo un aumento del crecimiento medio de la PTF. Esta evolución es resultado, con ligeras excepciones en algunos países, de las variaciones del crecimiento de la PTF, más que de un cambio en la composición sectorial del valor añadido.

4 El agregado de la zona del euro está integrado por Alemania, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria y Finlandia. La Comisión Europea y la OCDE han proporcionado estimaciones alternativas de la PTF. Aunque las cifras específicas de la PTF pueden variar considerablemente en los distintos conjuntos de datos como consecuencia de las diferentes definiciones de los factores capital y trabajo, todas muestran una desaceleración del crecimiento de la PTF en la zona del euro desde mediados de los años noventa.

Más adelante se presenta con detalle la estructura del crecimiento de la PTF mediante los denominados diagramas de Harberger, que muestran la contribución acumulada de los sectores a la expansión de la PTF, junto con su participación en el valor añadido acumulado en el período 1996-2004<sup>5</sup>. Los sectores se ordenan en función de sus tasas de crecimiento de la PTF, con el fin de diferenciar los de mayor crecimiento (más próximos al origen) de los que han registrado crecimiento negativo (al final de la curva de distribución), haciendo posible identificar si el crecimiento de la PTF es generalizado o se concentra en sectores específicos. Una situación en la que todos los sectores contribuyen positivamente y en la misma medida al crecimiento agregado de la PTF correspondería a una distribución por sectores de las mejoras de la PTF representada por una línea recta tendente al alza. En los casos en que no todos los sectores registran un crecimiento positivo de la PTF, la inclinación de la pendiente de la curva del diagrama de Harberger es muy pronunciada.

De la base sectorial subyacente se desprenden considerables diferencias entre los países de la zona del euro. Por un lado, en Finlandia, Eslovenia y, en menor medida, en los Países Bajos, el crecimiento de la PTF parece estar distribuido de manera bastante equitativa y ser generalizado en los distintos sectores, una situación similar a la de Estados Unidos. Por otro, existe un grupo de países, entre los que se encuentran Bélgica, España, Italia y Luxemburgo, con un crecimiento localizado de la PTF. En los países con tasas negativas de crecimiento agregado de la PTF, la participación del valor añadido que representan los sectores que han contribuido positivamente al crecimiento de la PTF asciende a no más de una cuarta parte de la economía de mercado. En el caso de Alemania, Francia y Austria, países que se encuentran entre el grupo con una distribución equitativa y el grupo con un crecimiento localizado, la expansión de la PTF es bastante generalizada, pero la contribución negativa de sectores específicos, como el de servicios empresariales en Alemania, ha llevado a una curva de distribución muy pronunciada.

En la mayor parte de los países, tanto los sectores productores de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) como los de fabricación de equipo eléctrico y de comunicaciones se encuentran entre los sectores de crecimiento más rápido. En algunos países, esto podría estar relacionado con la liberalización del sector de comunicaciones en la década de los noventa. El sector de distribución de energía eléctrica, gas y agua, que en los últimos años se ha liberalizado, en parte, en algunos países, también ha contribuido positivamente al crecimiento de la PTF<sup>6</sup>. Pese a las similitudes generales, el grupo de países con un crecimiento sectorial muy localizado se caracteriza por un crecimiento reducido o negativo de la PTF en sectores que no suelen considerarse muy intensivos en TIC, así como en sectores intensivos en TIC como el de intermediación financiera o el de servicios empresariales<sup>7</sup>. En lo que respecta a los países que se encuentran entre el grupo con una distribución equitativa y el grupo con un crecimiento localizado, en promedio, los sectores más intensivos en TIC han sido la principal fuente de crecimiento negativo de la PTF desde mediados de los años noventa.

La desaceleración y el reducido nivel de crecimiento de la PTF, así como una base sectorial muy localizada que se desprenden de los datos de la base UE KLEMS son reflejo del reto que deben abordar algunos países de la zona del euro para aumentar las ganancias de productividad tendencial. Este reto puede ser especialmente difícil en países en los que la expansión del empleo en los últimos años ha

5 Harberger, A.C., (1998), «A Vision of the Growth Process», *American Economic Review*, Vol. 88, nº. 1, pp. 1-32.

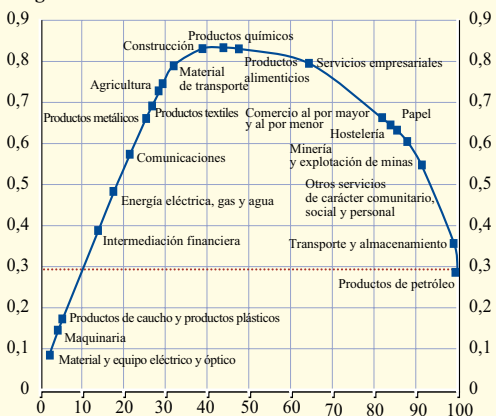
6 Para un análisis de la evolución del marco regulador de las industrias de red, véase Martin, R., M. Roma y I. Vansteenkiste, 2005, «Regulatory Reforms in Selected EU Network Industries», *Occasional Paper* nº. 28 del BCE.

7 Puede consultarse una clasificación de los sectores intensivos y no intensivos en TIC en Gomez-Salvador, R., A. Musso, M. Stocker y J. Turunen (2006), «Labour Productivity Developments in the Euro Area», *Occasional Paper* nº. 53 del BCE. Esta clasificación no es totalmente aplicable a los datos sobre la PTF de la base UE KLEMS. En este contexto, los sectores de productos textiles, papel, maquinaria y material de transporte, muebles, comercio al por mayor y al por menor, intermediación financiera y servicios empresariales pueden clasificarse como intensivos en TIC. Entre los sectores no intensivos en TIC se incluyen: agricultura, minería y explotación de canteras, productos alimenticios, madera, productos de petróleo, productos químicos, productos de caucho y productos plásticos, productos minerales no metálicos, productos metálicos, energía eléctrica, gas y agua, construcción, hostelería, transporte y almacenamiento, otros servicios de carácter comunitario, social y personal.

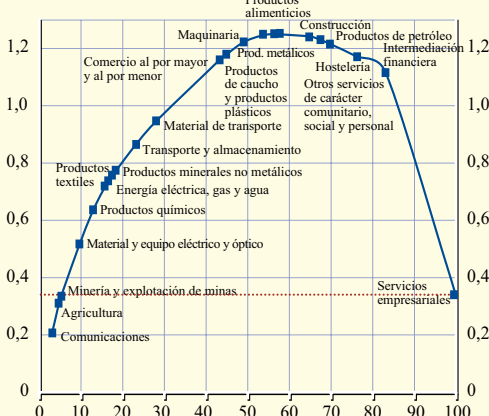
Contribución al crecimiento de la PTF de la economía en mercado, por sectores, 1996-2004

(en puntos porcentuales; en porcentaje)

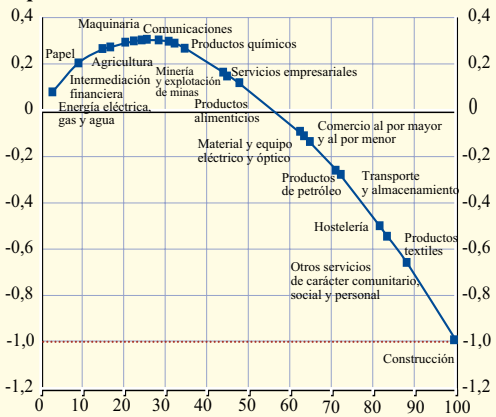
**Bélgica**



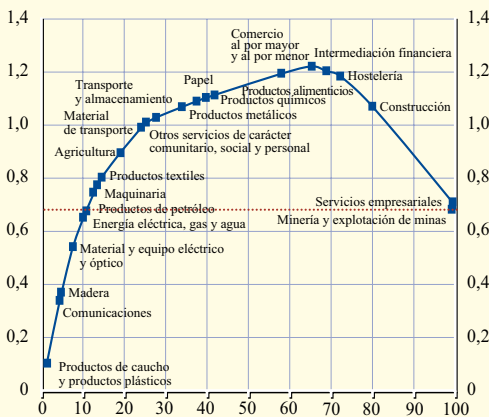
**Alemania**



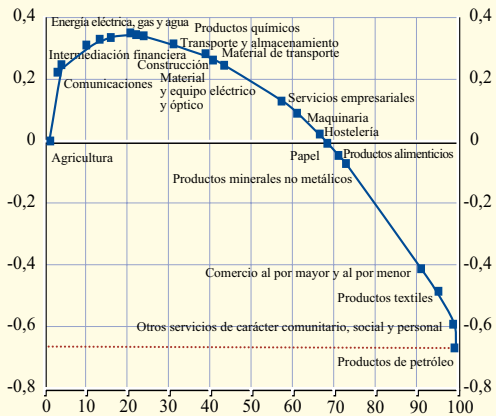
**España**



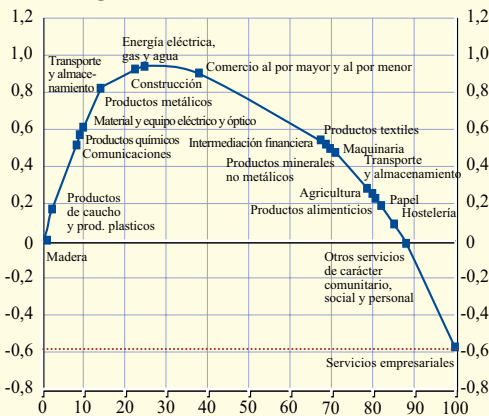
**Francia**



**Italia**

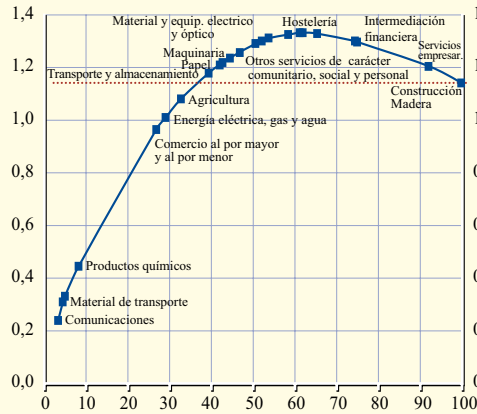


**Luxemburgo**



## Contribución al crecimiento de la PTF en la economía de mercado, por sectores, 1996-2004

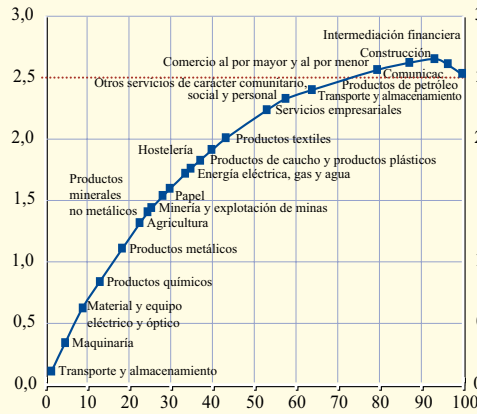
### Países Bajos



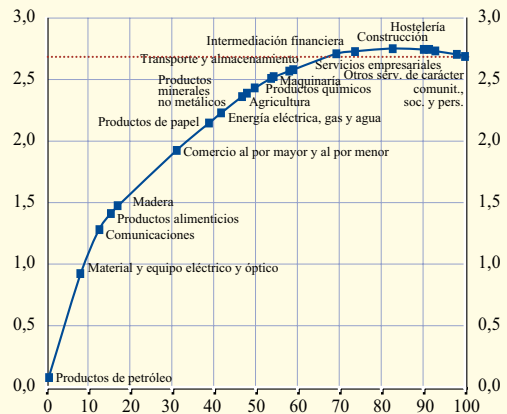
### Austria



### Eslovenia



### Finlandia



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de UE KLEMS.

Nota: En el eje horizontal se muestran las participaciones acumuladas de los sectores en el valor añadido y en el eje vertical la contribución acumulada por sectores al crecimiento agregado de la PTF. Los sectores con crecimiento más rápido aparecen próximos al origen (de ordenadas), y los que registraron un crecimiento negativo de la PTF al final de la curva de distribución. La línea de puntos indica el nivel agregado de crecimiento de la PTF en la economía de mercado. Pueden producirse ligeras discrepancias con las cifras que figuran en el cuadro por el método de agregación.

estado asociada a la inclusión de algunos segmentos poco cualificados. En el marco del proceso de Lisboa se han identificado algunas áreas de la política económica en las que es necesario introducir nuevas reformas para incrementar las mejoras de la productividad tendencial. En particular, en la actualización de las Directrices Integradas<sup>8</sup> se subraya la necesidad de elevar el crecimiento de la productividad mediante una mayor competencia de mercado, especialmente en los servicios. Se considera imprescindible aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo para que las empresas puedan ajustarse mejor a las condiciones cambiantes del mercado, incrementar el nivel de cualificación de los trabajadores, mejorar la calidad de los sistemas educativos y su adecuación a las necesidades del mercado de trabajo y, por último, actuar con más determinación con el fin de fomentar la innovación, incluyendo medidas más decisivas para cumplir el objetivo de la estrategia de Lisboa de ampliar el gasto en investigación y desarrollo hasta el 3% del PIB para el 2010.

<sup>8</sup> En el Boletín Mensual de abril del 2007 figura un análisis de la actualización de las Directrices Integradas para la aplicación de la estrategia de Lisboa en los Estados miembros de la zona del euro en su conjunto. Las directrices específicas de cada país abordan aspectos adicionales.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En general, los datos disponibles sugieren que el sostenido crecimiento económico real observado en la zona del euro en el primer semestre del 2007 ha continuado durante el verano. Aunque la volatilidad en los mercados financieros parece haber contribuido a una disminución de la confianza de los consumidores y de las empresas de la zona del euro en septiembre, estos indicadores siguen estando por encima de sus medias históricas y continúan apuntando a un crecimiento sostenido en el segundo semestre del 2007. De cara al futuro, las proyecciones disponibles para el 2008 siguen confirmando el escenario principal de crecimiento del PIB real a una tasa próxima a su tendencia potencial. Se espera que la actividad económica mundial mantenga su dinamismo y proporcione apoyo a las exportaciones y a la inversión de la zona del euro. El crecimiento del consumo en la zona debería seguir fortaleciéndose, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que las condiciones de empleo continúen favoreciendo esta dinámica.

Los riesgos para estas perspectivas son a la baja, y están relacionados, principalmente, con un impacto potencialmente mayor de la revaloración del riesgo que se está produciendo en los mercados financieros, con la preocupación acerca de posibles presiones proteccionistas, con una evolución desordenada de los desequilibrios mundiales, y con nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas.



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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

*Tras un período de estabilidad general en los meses anteriores, el euro se apreció, en términos efectivos nominales, en los tres meses transcurridos hasta septiembre del 2007, como consecuencia de un fortalecimiento bastante generalizado de la moneda única en términos nominales bilaterales.*

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 2 de octubre de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2% por encima del nivel de finales de junio y alrededor de un 3% por encima del registrado a principios del 2007 (véase gráfico 30). La moneda única cotizó, la mayor parte del tiempo, en intervalos estrechos a lo largo de julio y agosto, sin que se observara una clara apreciación hasta septiembre.

Desde una perspectiva de más largo plazo, en septiembre del 2007, el tipo de cambio efectivo real deflactado por el IPC, calculado frente al mismo grupo de socios comerciales, se situó en torno a un 2,6% por encima del nivel de diciembre del 2006.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Entre julio y mediados de agosto, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, al reevaluar los participantes en el mercado su grado de aversión al riesgo en respuesta a la turbulencia que afectó a los mercados de crédito mundiales. Posteriormente, el dólar comenzó a perder terreno, como consecuencia del deterioro de la situación del mercado de la vivienda y del mercado de trabajo de Estados Unidos y de las expectativas más firmes de los mercados respecto a un cambio de dirección en la orientación de la política monetaria estadounidense, expectativas que, en última instancia, se materializaron con el recorte de 50 puntos básicos, hasta el 4,75%, del tipo de interés de referencia de los fondos federales en la reunión que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal celebró el 18 de septiembre. El 2 de octubre, el euro cotizaba a 1,42 dólares estadounidenses, un 4,9% por encima del nivel de finales de junio y alrededor de un 6,5% por encima del nivel registrado a comienzos del 2007 (véase gráfico 31).

#### YEN JAPONÉS/EURO

El euro se mantuvo, en general, estable frente al yen japonés en torno a 168 yenes por euro durante las tres primeras semanas de julio, a pesar de algunas oscilaciones poco importantes. Tras alcanzar un máximo de 168,68 yenes el 13 de julio, el euro

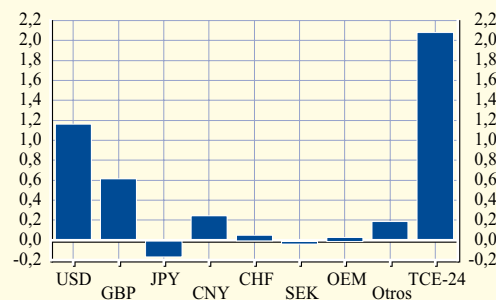
**Gráfico 30 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



#### Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>

Del 29 de junio al 2 de octubre de 2007  
(en puntos porcentuales)



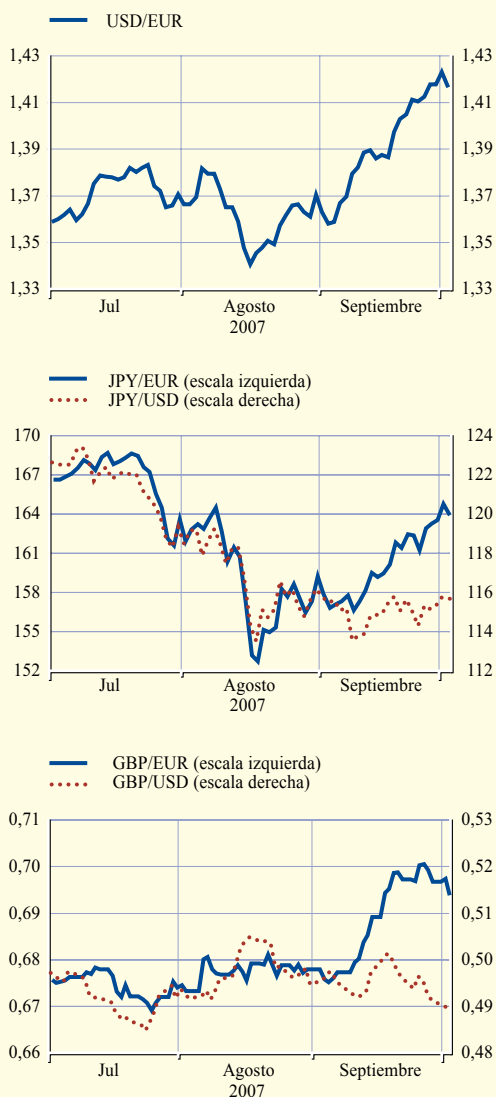
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 31 Evolución de los tipos de cambio

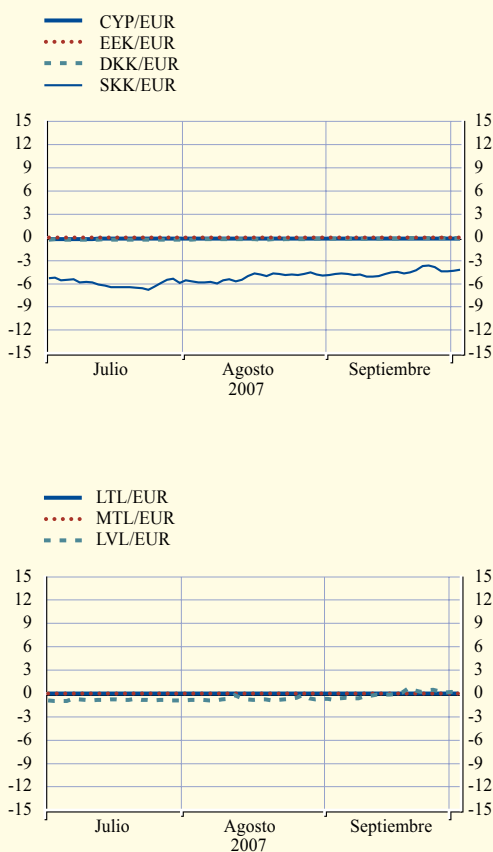
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

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

se depreció de forma acusada frente a la moneda japonesa en un contexto de fortalecimiento generalizado del yen. Este fortalecimiento fue especialmente pronunciado en la primera quincena de agosto, en plena turbulencia de los mercados financieros mundiales, que al parecer dio lugar a una reducción de las posiciones de *carry trade* en la moneda japonesa, como consecuencia de la mayor aversión al riesgo y de la reevaluación del riesgo por parte de los inversores internacionales. La renovada apreciación del euro desde mediados de agosto parece guardar relación con los primeros indicios de una moderación de las tensiones en los mercados financieros. El 2 de octubre, el euro cotizaba a 163,92 yenes, un 1,6% por debajo del nivel de finales de junio y un 12,2% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 31).

## MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de junio del 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 32). La corona eslovaca, cuya paridad central se revaluó en marzo, continuó cotizando en la parte alta de la banda correspondiente a su nueva paridad central. No obstante la desviación con respecto a su paridad central en el MTC II se redujo hasta el 4,2%, al depreciarse la moneda eslovaca un 1% frente al euro entre finales de junio y el 2 de octubre. El lats letón también se depreció frente al euro (un 1%) y, por lo tanto, se desplazó ligeramente (un 0,1%) hacia la parte inferior de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente, tras cotizar durante un período prolongado en valores cercanos a la parte más alta de dicha banda.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de junio y el 2 de octubre de 2007, el euro se apreció un 2,9% frente a la libra esterlina, un 2,1% frente al forint húngaro y un 7,1% frente al leu rumano, y se depreció un 4,3% frente a la corona checa.

## OTRAS MONEDAS

En los tres últimos meses el euro se ha apreciado casi medio punto porcentual frente al franco suizo y el dólar australiano, y se ha depreciado alrededor de un 1% frente al dólar canadiense y un 3,5% frente a la corona noruega. Al mismo tiempo, el euro se ha apreciado también frente a las monedas de los principales socios comerciales de Asia.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

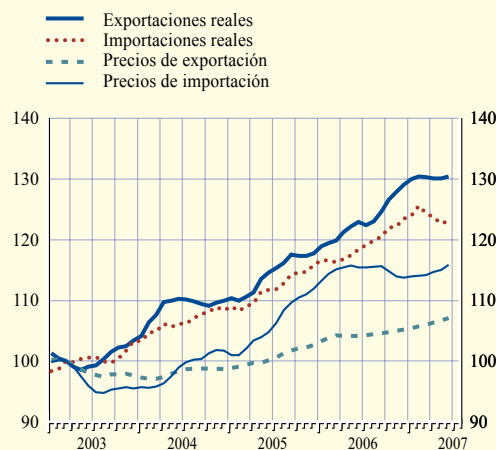
La balanza por cuenta corriente de la zona del euro acumulada de doce meses, hasta julio del 2007, registró un ligero superávit de alrededor del 0,1% del PIB de la zona, frente al déficit del 0,6% contabilizado un año antes. Este cambio se debe, en gran medida, al aumento sostenido del superávit de bienes desde julio del 2006. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera siguió registrando grandes entradas netas en los doce meses transcurridos hasta julio del 2007, frente a las salidas netas contabilizadas un año antes.

## COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En julio del 2007, la media móvil de tres meses de las importaciones y las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentó un 0,7% y un 1,4% (en tasas intertrimestrales desestacionalizadas) respectivamente. En comparación, las tasas de crecimiento correspondientes registradas en los tres meses transcurridos hasta abril fueron del 1,3% y del 0,6%, respectivamente. Si bien la desaceleración del crecimiento de las exportacio-

Gráfico 33 Desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2007		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Jun	2007 Jul	2006 Oct	2007 Ene	2007 Abr	2007 Jul	2006 Jul	2007 Jul
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	7,3	1,7	0,1	2,7	0,2	0,4	-27,9	10,0
Bienes	7,9	2,6	3,2	5,0	5,5	4,9	14,8	55,4
Exportaciones	126,0	124,9	118,9	122,0	122,9	123,9	1.316,3	1.463,0
Importaciones	118,1	122,2	115,7	117,0	117,4	119,1	1.301,5	1.407,6
Servicios	4,6	3,0	2,4	3,1	3,8	3,4	37,8	37,8
Exportaciones	38,9	37,9	35,7	36,8	38,0	38,1	422,7	445,8
Importaciones	34,3	34,9	33,3	33,8	34,2	34,7	385,0	408,0
Rentas	-0,2	1,3	1,1	0,4	-1,4	-3,1	-8,6	-9,0
Transferencias corrientes	-5,0	-5,2	-6,5	-5,7	-7,6	-4,9	-71,8	-74,2
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-40,7	50,6	15,9	-2,6	-12,4	3,7	105,5	13,8
Total inversiones directas y de cartera netas	25,1	36,6	1,8	22,1	21,0	17,7	-43,4	187,8
Inversiones directas netas	-45,0	2,7	-14,4	-19,0	-13,8	-18,6	-123,1	-197,1
Inversiones de cartera netas	70,1	33,9	16,2	41,0	34,7	36,3	79,6	384,9
Acciones y participaciones	80,7	50,5	1,5	26,2	13,0	47,3	128,9	264,0
Valores distintos de acciones	-10,6	-16,6	14,7	14,8	21,8	-11,0	-49,3	120,9
Bonos y obligaciones	4,7	-20,7	12,3	24,7	23,2	-9,2	-7,7	153,0
Instrumentos del mercado monetario	-15,3	4,1	2,4	-9,9	-1,4	-1,8	-41,6	-32,1
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	4,1	-1,3	3,4	2,7	1,3	0,7	12,3	9,8
Importaciones	0,6	3,1	2,1	1,2	0,6	1,4	16,4	7,7
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	4,2	-0,9	4,7	2,6	0,8	0,9	12,8	11,1
Importaciones	1,1	3,5	2,4	1,1	0,3	1,4	18,3	8,2
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	3,9	-2,7	-0,6	3,2	3,3	0,2	10,6	5,4
Importaciones	-1,1	1,7	1,0	1,4	1,4	1,2	10,3	6,0

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.

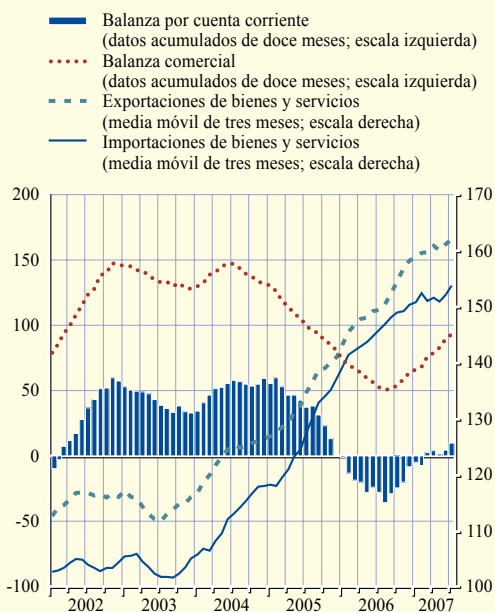
nes se debió, en gran medida, a un descenso de las exportaciones de servicios, la aceleración del crecimiento de las importaciones tiene su origen en un crecimiento más vigoroso de las importaciones de bienes (véase cuadro 8).

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta el segundo trimestre del 2007, indica que el crecimiento de las importaciones tiene su origen en la evolución de los precios de importación (véase gráfico 33). Tras mantenerse prácticamente estable en el primer trimestre, el índice de valor unitario de las importaciones de bienes se incrementó un 1,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año, quizá como consecuencia del reciente repunte de los precios mundiales de las materias primas y del petróleo. Al mismo tiempo, las importaciones en términos reales experimentaron una contracción del 1,2% en el segundo trimestre, tras un moderado aumento del 0,8% en el trimestre anterior.

Por lo que se refiere a las exportaciones, la desagregación por volúmenes y precios del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro sugiere que las exportaciones en términos reales se han mantenido, en general, estables durante el primer semestre del 2007 (véase gráfico 33). Hasta

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

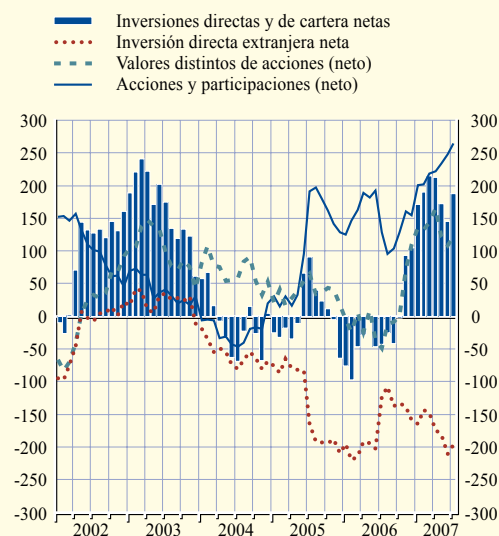
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

**Gráfico 35 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro**

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



Fuente: BCE.

cierto punto, esta evolución podría considerarse como una normalización tras el período de intenso crecimiento registrado a finales del 2006. Es posible que el ligero debilitamiento de la demanda externa en el primer semestre del año en curso haya contribuido a la desaceleración de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones de bienes se incrementaron un 1,1% en el segundo trimestre tras registrar un aumento del 0,7% en el primer trimestre del 2007.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta julio registró un superávit de 10 mm de euros (alrededor del 0,1% del PIB de la zona del euro), frente al déficit de 27,9 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 34). Este cambio de signo tuvo su origen, en gran medida, en la evolución del superávit de la balanza de bienes que, en cifras acumuladas de doce meses, aumentó en 40,6 mm de euros en comparación con el año anterior. Por el contrario, los saldos de las balanzas de servicios y rentas prácticamente no experimentaron variaciones, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes se incrementó en 2,4 mm de euros.

### CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta julio del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 17,7 mm de euros, frente a las entradas netas de 21 mm de euros contabilizadas, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta abril (cuadro 8). El ligero descenso de la cifra agregada es atribuible, en su mayoría, a un aumento de las salidas netas de inversiones directas.

Considerando la evolución a más largo plazo, se observa que las entradas netas acumuladas de inversiones directas y de cartera ascendieron a 187,8 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta julio del 2007, en comparación con las salidas netas de 43,4 mm de euros registradas un año antes. El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (en 305 mm de euros) respecto al año anterior sólo se compensó en parte con un incremento de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 35).

La evolución de las inversiones de cartera en cifras acumuladas siguió estando determinada, principalmente, por el incremento de las entradas netas de valores distintos de acciones que correspondió, casi en su totalidad, a un aumento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Por el contrario, el incremento de las entradas netas acumuladas de acciones y participaciones es atribuible, sobre todo, al descenso de las compras netas de valores de renta variable extranjeros por residentes en la zona del euro.



## ARTÍCULOS

# EVOLUCIÓN A LARGO PLAZO DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO: PRINCIPALES TENDENCIAS Y DETERMINANTES



*Identificar y comprender las principales tendencias y determinantes de la evolución de los préstamos que las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro conceden a los hogares es un elemento importante en la evaluación general de la evolución económica y monetaria, así como del mecanismo de transmisión de la política monetaria.*

*Recientemente se han publicado series temporales sobre los préstamos de las IFM a los hogares para el período posterior a los primeros años de la década de los ochenta, que demuestran que los préstamos concedidos a los hogares han aumentado constantemente de forma más pronunciada que la renta disponible, como consecuencia, en gran medida, del fuerte endeudamiento para adquisición de vivienda. Ello supone también que la evolución de los precios de los activos y de la riqueza ha asumido, con el tiempo, un papel más destacado a la hora de determinar la dinámica de los préstamos a los hogares. Al mismo tiempo, la evaluación de la tendencia histórica de estos créditos, basándose exclusivamente en los determinantes macroeconómicos de la demanda de préstamos sigue siendo, hasta cierto punto, no concluyente, ya que su evolución en los últimos veinte años probablemente refleje también varios factores estructurales, como la innovación financiera y los cambios en la reglamentación de los mercados hipotecarios, así como el paso a un entorno de baja inflación y política monetaria creíble en la zona del euro en el contexto de la UEM.*

### I INTRODUCCIÓN

Un elemento importante de la valoración que ha realizado recientemente el BCE de la evolución económica y monetaria y del impacto que las variaciones de los tipos de interés han tenido en esa evolución ha sido la moderación del crecimiento de los préstamos a los hogares observada desde la primavera del 2006. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se redujo desde casi un 10% en marzo del 2006 hasta algo más del 7% en junio del 2007. Para conocer los factores determinantes de esa evolución y evaluar las posibles repercusiones en otras variables económicas de interés primordial para un banco central, es necesario conocer y entender la evolución histórica de la dinámica de los préstamos. Sin embargo, hasta hace poco tiempo, sólo se disponía de datos oficiales por sectores sobre los préstamos de las IFM de la zona del euro para el período transcurrido desde 1998. Ahora, esos datos se han complementado con series históricas que abarcan desde 1980 (véase el recuadro titulado «Nuevas series históricas de la zona del euro sobre los préstamos de las IFM a los hogares y las sociedades no financieras» en la presente edición del Boletín Mensual).

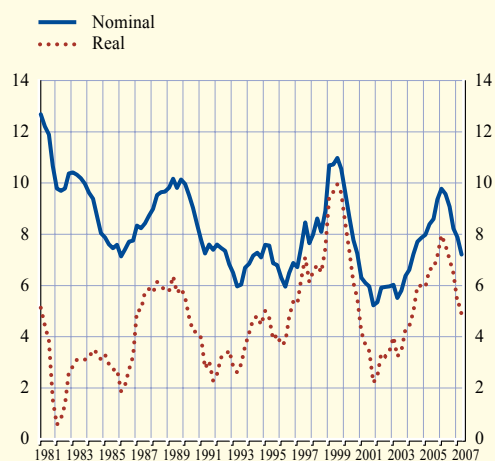
Los préstamos de las IFM a los hogares representan una parte sustancial de la financiación total del sector hogares de la zona del euro y, de forma más general, de la creación de liquidez en la economía

interna, como lo demuestran algunas simples ratios. A principios del 2007, el saldo vivo de los créditos concedidos por las IFM ascendía al 90% de la financiación en forma de préstamos del sector hogares de la zona del euro y al 84% de sus pasivos totales. En los últimos años, los nuevos préstamos de las IFM a los hogares han ascendido a casi el 30% de la renta disponible del sector y, a principios del 2007, el saldo de dichos préstamos había alcanzado un nivel cercano al 85% de la renta disponible. Por último, si se analizan estos préstamos desde la perspectiva de los balances de los bancos, representan más del 50% de los préstamos totales de las IFM al sector privado y son, por lo tanto, una fuente muy importante de creación de dinero.

Entender la dinámica y los factores determinantes de los préstamos de las IFM a los hogares es un primer paso necesario en todo proceso encaminado a medir su influencia, por ejemplo, en las inversiones y el consumo de los hogares, en los costes de servicio de la deuda y el consiguiente impacto en la renta disponible excluidos los pagos de intereses, o en la evolución de los precios de los activos. No obstante, hay que tener en cuenta que las series históricas de la zona del euro pueden reflejar una evolución muy diferente en cada país, ya que los mercados de financiación de la deuda de los hogares han seguido estando más segmentados, por ejemplo, que los mercados de bienes y han registrado grados totalmente distintos de libe-

Gráfico 1 Préstamos de las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.  
Nota: La serie real se ha calculado utilizando el deflactor del PIB.

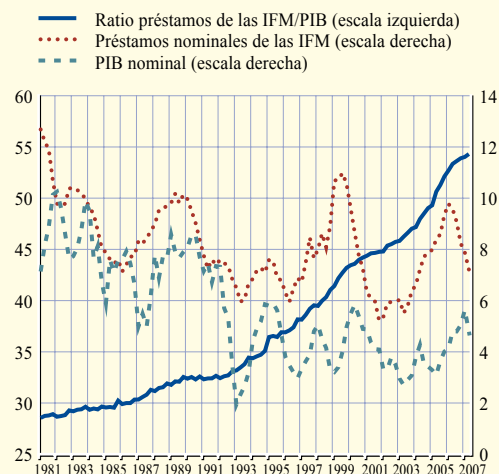
realización y desregulación en las últimas décadas. En este contexto adquiere mayor importancia la cautela habitual a la hora de interpretar los datos «sintéticos» de la zona del euro correspondientes al período anterior al inicio de la Tercera Fase de la UEM, en 1999.

El resto del artículo se estructura en cuatro secciones. En la sección 2 se describen las regularidades empíricas del crecimiento de los préstamos a los hogares correspondientes al período posterior a 1980<sup>1</sup>. En la sección 3 se analiza la evolución de los préstamos totales a los hogares a la luz de la evolución de sus probables determinantes macroeconómicos y estructurales. En la sección 4 se considera hasta qué punto puede entenderse mejor la evolución de cada una de las categorías de préstamos relacionándolas con factores determinantes más concretos. Por último, en la sección 5, se presentan algunas conclusiones.

En general, en el presente artículo se analiza la evolución de los préstamos de las IFM a los hogares desde la perspectiva de las tendencias que explican la financiación. Los préstamos a los hogares representan una importante proporción de los activos de los bancos, y el riesgo de crédito que, en potencia, llevan asociado hace también que la cabal compren-

Gráfico 2 Préstamos de las IFM a los hogares, PIB y ratio de deuda de la zona del euro

(tasas de variación interanual, porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

sión de la dinámica de este tipo de préstamos sea una cuestión importante para el seguimiento de la estabilidad financiera. No obstante, las cuestiones de estabilidad financiera, como el contenido de riesgo de las carteras de préstamos de las IFM en relación con la capacidad de los hogares para rembolsar su deuda, se analizan habitualmente en la publicación del BCE Financial Stability Review.

## 2 PRÉSTAMOS A LOS HOGARES: ALGUNAS REGULARIDADES EMPÍRICAS

En el período posterior a 1980, los préstamos de las IFM a los hogares han aumentado en la zona del euro a una tasa media interanual próxima al 8%. Esta expansión media puede considerarse y ponerse en perspectiva de varias formas.

En primer lugar, durante el período de referencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos nominales totales a los hogares ha mostrado tres claros máximos cíclicos, cercanos al 10%, a fina-

1 Véase también el artículo titulado «Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2003, en el que se presentaba un primer análisis de la evolución a largo plazo del endeudamiento de los hogares en el contexto más amplio del endeudamiento del sector privado.

les de las décadas de los ochenta y de los noventa y, más recientemente, a principios del 2006 (véase gráfico 1). Entre un máximo y otro, el crecimiento de los préstamos se moderó registrando mínimos cíclicos de alrededor del 6%.

En segundo lugar, tanto la tasa media interanual como los máximos y los mínimos cíclicos del crecimiento de los préstamos son muy diferentes cuando se analiza la dinámica de los préstamos ajustada en función de la evolución de los precios. En particular, el período de altas tasas de inflación de la primera mitad de la década de los ochenta significa que, en términos reales (aplicando el deflactor del PIB), el crecimiento interanual de los préstamos ha sido mucho menor que en términos nominales, y que el máximo observado a finales de la década de los ochenta fue mucho más bajo que los registrados a finales de los años noventa y principios del 2006. Dividiendo la muestra en dos partes de igual longitud a mediados de 1993, se observa que el crecimiento medio de los préstamos fue más alto en la primera mitad de la muestra que en la segunda si se considera la serie nominal, mientras que la situación es la contraria si se toman como referencia las cifras reales.

En tercer lugar, la expansión, en términos nominales, de los préstamos a los hogares ha sido, en promedio, más sólida que la del PIB nominal o

la renta disponible nominal de este sector y, por lo tanto, supone un incremento de las respectivas ratios de deuda. Por ejemplo, en 1980, el saldo vivo de los préstamos de las IFM a los hogares ascendía a algo menos del 30% del PIB, mientras que, a principios del 2007, se situaba en torno al 55% (véase gráfico 2). En la primera mitad de la muestra, hasta mediados de 1993, el aumento del endeudamiento era todavía relativamente moderado, pero, en la segunda mitad, experimentó una aceleración y la ratio se incrementó en torno a 1½ puntos porcentuales por año. No obstante, aunque este incremento fue significativo desde una perspectiva histórica para la zona del euro, fue menos pronunciado, por ejemplo que en el Reino Unido, en donde los préstamos de las IFM a los hogares aumentaron, como proporción del PIB, en torno a 2 puntos porcentuales por año desde mediados de la década de los noventa, alcanzando un nivel de algo más del 70% a principios del 2007.

En cuarto lugar, los nuevos datos históricos sobre los préstamos de las IFM a los hogares ofrecen un detalle por categorías, a saber, préstamos para adquisición de vivienda, crédito al consumo y otros préstamos, que es una rúbrica residual (en el recuadro 1 se analizan algunos aspectos conceptuales relativos a la clasificación de los préstamos a los hogares según su finalidad).

#### Recuadro 1

##### ASPECTOS CONCEPTUALES DE LA CLASIFICACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES SEGÚN LA FINALIDAD DEL PRÉSTAMO

Las entidades de crédito conceden préstamos para finalidades muy distintas. En el caso de los hogares, la clasificación estadística utilizada distingue entre préstamos para adquisición de vivienda, crédito al consumo y «otros préstamos». Aunque, a primera vista y a excepción de la clasificación genérica de «otros préstamos», estas finalidades parecen estar claramente definidas, pueden presentar connotaciones diferentes cuando se trata de decidir dónde han de contabilizarse los préstamos para fines específicos. A esta complicación se añade el hecho de que la IFM que concede el préstamo no siempre conoce la finalidad del mismo. Dado que, para evaluar correctamente la evolución de las distintas clases de préstamos, es importante saber qué tipos de préstamos se registran en cada una de las tres categorías, en este recuadro se analizan brevemente algunos aspectos conceptuales en el contexto de los correspondientes Reglamentos del BCE<sup>1</sup>.

1 Véase el Reglamento BCE/2001/13, de 22 de noviembre de 2001, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (DO L 333 de 17.12.01, p. 1), en su versión modificada.

### **Préstamos para adquisición de vivienda**

Esta categoría constituye el grueso de los préstamos totales de las IFM a los hogares (el 71% en el segundo trimestre del 2007) y comprende los créditos concedidos para fines de inversión residencial, lo que incluye la adquisición de vivienda construida (para ocupar o alquilar), la adquisición de suelo, la construcción de residencias y la realización de obras de mejora. En principio, esta categoría comprende todos los préstamos para adquisición de vivienda, independientemente de que estén o no garantizados con bienes inmuebles. Por otro lado, los préstamos garantizados con bienes inmuebles pero que no se conceden para fines de inversión residencial no deberían, en principio, incluirse en esta categoría. Ello significa que los productos que permiten el reembolso del capital inmobiliario no deberían, en principio, contabilizarse como préstamos para adquisición de vivienda<sup>2</sup>.

### **Crédito al consumo**

Esta categoría representa el 13% del total de préstamos de las IFM a los hogares (en el segundo trimestre del 2007) y comprende los préstamos personales concedidos para fines de financiación de bienes y servicios de consumo, como vehículos de motor, muebles, electrodomésticos y otros bienes de consumo duradero, viajes de vacaciones, etc. En el caso del crédito al consumo, la distinción entre finalidad y garantía puede ser mayor que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, dado que los préstamos para adquisición de bienes y servicios de consumo pueden garantizarse con bienes inmuebles (especialmente los créditos con un plazo inicial más largo). Generalmente, los préstamos mediante tarjeta de crédito y los descubiertos en cuenta corriente se incluyen también en esta categoría.

### **Otros préstamos**

Esta categoría constituye el 16% del total de préstamos de las IFM a los hogares (en el segundo trimestre del 2007). Se trata de una partida residual que comprende los préstamos concedidos para fines de educación (préstamos a estudiantes), adquisición de activos financieros y consolidación de deudas. Además, dado que el sector hogares incluye también las empresas sin personalidad jurídica propia (empresas individuales y sociedades colectivas), los «otros préstamos» comprenden también créditos que, más que utilizarse para fines de consumo o de inversión residencial en sentido estricto, pueden reflejar, en principio, fines empresariales, como la financiación del capital circulante o la adquisición de bienes de equipo. Además, los préstamos concedidos a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares también se clasifican normalmente en esta categoría, a excepción de los préstamos concedidos a asociaciones que construyen o renuevan viviendas para alquilarlas a precios módicos, y que utilizan estos préstamos para la adquisición de inmuebles residenciales. En este último caso, los préstamos han de contabilizarse como préstamos para adquisición de vivienda, en la medida en que puedan identificarse como tales.

En la práctica, estos principios de clasificación no siempre pueden seguirse estrictamente en todos los países de la zona del euro. Por ejemplo, en algunos marcos estadísticos nacionales, más que la finali-

2 Las respuestas a una pregunta ad hoc incluida en la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios de julio del 2006 sugieren que, a escala de la zona del euro, el reembolso del capital inmobiliario no es cuantitativamente significativo (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2006», en el Boletín Mensual de agosto del mismo año).

dad del préstamo, el principio básico en el que se basa la clasificación es el tipo de garantía que se presenta para obtener el crédito, lo que lleva a clasificar todos los préstamos garantizados con bienes inmuebles como préstamos para adquisición de vivienda. Además, en algunos países, los descubiertos en cuenta corriente de los hogares pueden contabilizarse como «otros préstamos», independientemente de que se utilicen, sobre todo, para financiar gastos de consumo. Aunque estos problemas no deberían distorsionar los patrones de evolución de las distintas categorías de préstamos, deben tenerse en cuenta, especialmente para evaluar la evolución a corto plazo. Cabe señalar, no obstante, que se está trabajando en la armonización de estas categorías de préstamos en los distintos países.

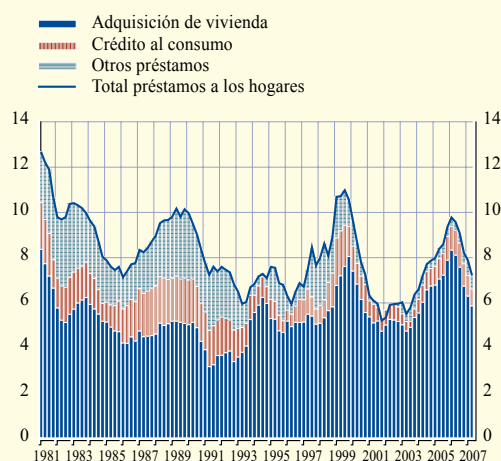
En los gráficos 3 y 4 se observa que una evolución similar del crecimiento interanual de los préstamos totales a los hogares en el tiempo puede reflejar diferentes dinámicas y contribuciones de esas categorías de préstamos. Los préstamos para adquisición de vivienda han constituido, tradicionalmente, el grueso del crecimiento interanual de los préstamos, debido al hecho de que representan el porcentaje más alto de los préstamos vivos totales y de que, en promedio, presentan también las tasas de crecimiento más elevadas. Esta circunstancia se hace especialmente evidente a partir de la segunda mitad del período considerado, cuando la tasa media de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda fue casi el doble que la del crédito al consumo y casi el triple que la de los préstamos para otras finalidades, y representó casi 6 puntos porcentuales de la tasa media interanual

de crecimiento del 7½% registrada por los préstamos totales a los hogares.

En la primera mitad del período considerado, el crédito al consumo y, en particular, los préstamos para otras finalidades todavía desempeñaron un papel importante en la configuración de la dinámica de los préstamos al sector hogares, con una contribución agregada al crecimiento total de los préstamos similar a la de los préstamos para adquisición de vivienda. Ello refleja la elevada proporción agregada inicial de los préstamos para otras finalidades y del crédito al consumo respecto a los préstamos totales a los hogares, que ascendía a más del 50% a principios de la década de los ochenta. Con el paso del tiempo, este porcentaje se ha reducido a menos de un tercio en los últimos años. Así pues, aunque las variaciones de las tasas

**Gráfico 3 Contribuciones al crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares**

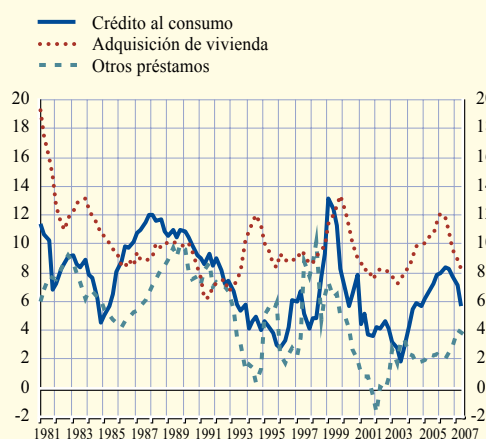
(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

**Gráfico 4 Préstamos a los hogares por finalidad**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

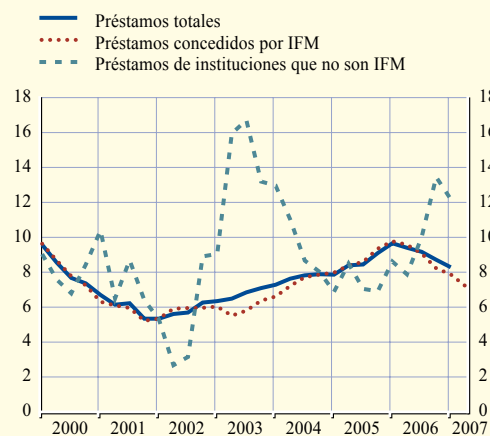
de crecimiento de los otros préstamos fueron muy pronunciadas en la segunda mitad del período, ello no tuvo un impacto significativo en la estructura de crecimiento de los préstamos totales a los hogares.

Las fluctuaciones cíclicas del crecimiento de las respectivas categorías de préstamos han mostrado diversos grados de sincronización en el período posterior a 1980. Mientras que en la segunda mitad del período, la evolución de la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda mantuvo una correlación relativamente estrecha con la del crédito al consumo, no ocurrió lo mismo en la primera mitad. La falta de movimientos coincidentes fue especialmente visible en 1993 y 1994, cuando se incrementó el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crecimiento del crédito al consumo registró un nuevo descenso. En 1985 y 1986 sucedió lo contrario, registrándose un mayor crecimiento del crédito al consumo, acompañado de una caída de los préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 4).

Es evidente que esa ausencia de movimientos coincidentes puede deberse a varios factores. En primer lugar, en las diversas categorías de préstamos pueden influir distintos factores que, a su vez, siguen comportamientos cíclicos diferentes (véanse secciones 3 y 4). En segundo lugar, en cada país de la zona del euro puede haberse dado una evolución específica que haya tenido un impacto significativo en algunas categorías de préstamos y haya distorsionado la relación con otros factores determinantes más fundamentales. Un ejemplo es el fuerte incremento del crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda a nivel de la zona del euro en 1993 y 1994, que, en gran medida, puede explicarse por el impacto de los programas estatales adoptados en Alemania tras la reunificación, en un período en el que la desaceleración económica todavía afectaba negativamente a la evolución del crédito al consumo y de los préstamos para otras finalidades<sup>2</sup>. Otro ejemplo lo encontramos en el acusado aumento del crecimiento del crédito al consumo a nivel de la zona del euro en 1985 y 1986, que podría reflejar, en gran medida, los efectos de los cambios estructurales regis-

**Gráfico 5 Préstamos a los hogares por instituciones prestamistas**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

trados en el sector bancario, como la Ley de Banca de 1984 y las reformas financieras adoptadas en Francia<sup>3</sup> en 1985-1986.

Un último aspecto que hay que considerar al evaluar la estructura de crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares es hasta qué punto influye en dicho crecimiento un cambio en la fuente de financiación, es decir, el recurso a sectores distintos de las IFM, como las empresas de seguros o las instituciones de préstamo especializadas. Los datos disponibles sobre las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro sugieren que, en conjunto, esas influencias han sido limitadas en los últimos años. Una excepción a este respecto es la asociada con las operaciones de titulización «real» a gran escala del año 2003, en las que las IFM desplazaron de sus balances carteras de préstamos vendiéndolas a fondos de titulización, que forman parte del sector de otros intermediarios financieros. En esos casos, la evolución de los préstamos en poder de instituciones que no son IFM quizá debería analizarse conjuntamente con la evolución de los préstamos de las IFM, a fin de

2 Véase el artículo titulado «The development of bank lending to the private sector», Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, octubre del 2002.

3 Véase el estudio titulado «Developments in France's banking system since the late 1960s», 2002 Annual Report of the Commission Bancaire.



entender mejor el comportamiento de estos últimos (véase gráfico 5).

En general, las regularidades empíricas descritas en esta sección indican que la evolución de los préstamos de las IFM en el período posterior a 1980 presenta múltiples facetas y que es improbable que un conjunto limitado de factores determinantes tradicionales pueda brindar explicaciones coherentes para todo el período.

### 3 PRÉSTAMOS TOTALES A LOS HOGARES Y SUS FACTORES DETERMINANTES

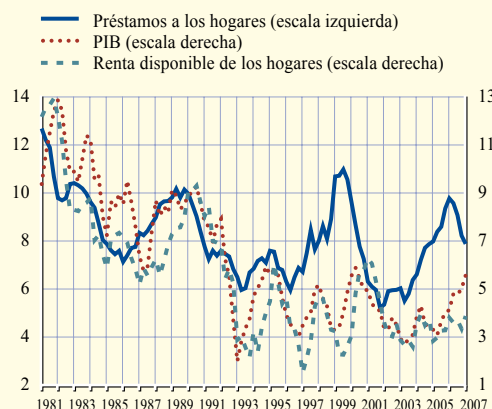
La evolución de los préstamos al sector hogares es el resultado de la interacción de elementos provenientes tanto de la demanda como de la oferta. Sin embargo, no siempre resulta sencillo clasificar los factores como de demanda o de oferta, ya que algunas variables pueden afectar a la dinámica de los préstamos desde ambas vertientes. Por lo tanto, en esta sección se identifican y agrupan los principales factores determinantes de los préstamos totales a los hogares en varias categorías amplias: (i) variables de escala; (ii) variables relativas a las condiciones de financiación; (iii) variables relativas a la situación patrimonial más general de los hogares; (iv) factores relativos a los cambios estructurales registrados en el sector bancario y (v) otros factores. Cabe señalar que, si bien esta distinción puede resultar útil a efectos de presentación, es su interacción lo que determina conjuntamente la dinámica de los préstamos a los hogares. De hecho, la capacidad de endeudamiento de los hogares depende, entre otras cosas, de su renta, de las condiciones de financiación a las que han de ajustarse, de su nivel de deuda, de la duración típica de los préstamos disponibles y de su riqueza financiera e inmobiliaria.

#### VARIABLES DE ESCALA

En general, los hogares toman préstamos para financiar gastos de consumo e inversión que no pueden o no desean financiar con cargo a su renta y/o a su ahorro corriente. Según la hipótesis del ciclo vital, los hogares utilizan de forma pasiva esa financiación mediante deuda para distribuir

Gráfico 6 Préstamos de las IFM a los hogares, PIB y renta

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

sus gastos en el tiempo, en consonancia con los ingresos que esperan obtener a lo largo de su vida. Así pues, en principio, no debería existir ninguna correlación visible entre la deuda, por una parte, y los gastos, que se corresponden con la magnitud de las operaciones que originan las necesidades de financiación de los hogares (como el consumo privado y la inversión residencial). No obstante, si los mercados de capitales son imperfectos y, por consiguiente, los hogares se ven limitados en las cantidades que pueden tomar en préstamo con la garantía de su renta futura, las restricciones de liquidez permiten que exista una correlación positiva entre la evolución de la financiación mediante deuda de los hogares y las variables de escala<sup>4</sup>. En este contexto, variables de escala tales como la actividad económica general o la renta disponible de los hogares, reflejan la capacidad de endeudamiento de los hogares, ya que cuanto mayores sean los niveles de renta, mayor será la carga en concepto de reembolso de la deuda que podrán soportar, lo que permite a los hogares adquirir más deuda<sup>5</sup>. Al mismo tiempo,

4 Contrariamente a la evolución cíclica, incluso en ausencia de imperfecciones de los mercados de capitales, las tendencias a largo plazo del endeudamiento de los hogares deberían relacionarse con la evolución a largo plazo de las variables de escala, que configuran las expectativas de los hogares respecto a su renta vitalicia o perpetua.

5 No obstante, cabe esperar que los hogares aprovechen un aumento de la renta, especialmente si es de carácter transitorio, para reducir su endeudamiento.



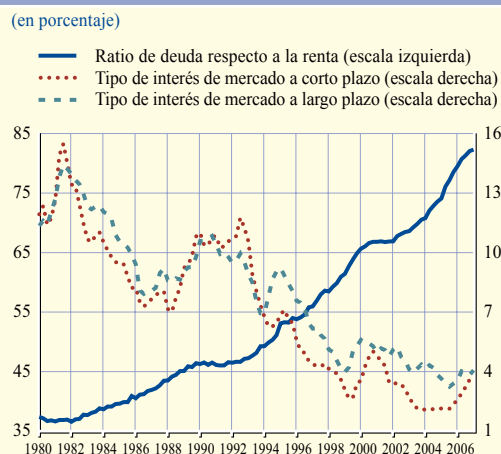
esas variables de escala afectan también a la oferta de préstamos en la medida en que influyen en la evaluación de los riesgos macroeconómicos por parte de los prestamistas y, por ende, en su disposición a prestar.

Dado que los préstamos totales de las IFM a los hogares incluyen los préstamos recibidos para una serie de finalidades distintas, es de prever que su evolución tenga relación con la evolución de indicadores económicos generales y no con variables específicas de una necesidad de financiación concreta. De hecho, en el gráfico 6 se observa que los préstamos totales a los hogares siguieron una evolución relativamente cercana a la de la actividad económica general, aproximada por el PIB nominal, y a la de la renta disponible en la primera mitad del período considerado, es decir, entre 1980 y 1993. A partir de entonces, la influencia de otros factores de carácter coyuntural y estructural, que se analizan más adelante, parece haber debilitado esta relación.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Las condiciones de financiación comprenden el coste de la financiación y otras características del contrato de préstamo, por ejemplo, su vencimiento. El coste incluye tanto los intereses como otros gastos, por ejemplo, tarifas y comisiones. Además en algunos países los pagos por intereses se encuentran condicionados por las subvenciones directas o indirectas y por los impuestos, en especial los préstamos para adquisición de vivienda, de lo que se deduce que el coste de financiación relevante para las decisiones de préstamo de los hogares es una medida después de impuestos<sup>6</sup>. Un coste de financiación más elevado reduce tanto la disposición como la capacidad de los hogares para asumir deudas y, por lo tanto, es probable que tenga un efecto negativo en la demanda de préstamos de los hogares. La evolución del coste de la financiación también puede afectar a la disposición de los prestamistas para financiar a los hogares, aunque en este caso, la dirección del efecto no está clara. Si bien un tipo de interés de préstamo más elevado puede, en principio, incrementar la oferta de fondos prestables, también puede tener un efecto negativo sobre la evaluación, por parte de los prestamistas, de los riesgos que conlleva la concesión de préstamos

**Gráfico 7 Ratio de deuda con respecto a la renta disponible del sector hogares y tipos de interés**



Fuentes: BCE y Eurostat.  
 Nota: La deuda del sector hogares corresponde a los saldos vivos de los préstamos totales de las IFM a este sector.

a los hogares y, por lo tanto, reducirá su disposición a proporcionar financiación.

Para una gran parte del período considerado no se dispone de información sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a los préstamos a los hogares. Habida cuenta de esta limitación, en el gráfico 7 el coste de endeudamiento se calcula utilizando como variable sustitutiva los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo. Como puede observarse en el gráfico, la relación entre el coste de endeudamiento y la dinámica de la deuda de los hogares en la zona del euro es, a todas luces, negativa: la tendencia general a la baja de los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo en el período posterior a 1980 se refleja en el aumento sostenido de la ratio de deuda respecto a la renta. Además, los incrementos transitorios de los tipos de interés durante este período parecen coincidir con una estabilización del endeudamiento de los hogares (por ejemplo, entre principios de 1980 y principios de 1982, entre mediados de 1989 y finales de 1992 y en el 2001). El aumento más rápido de este endeudamiento, observado desde 1993, parece guardar relación, entre otras cosas, con la acusada caída de

<sup>6</sup> Véase G. Wolswijk (2005), «On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU», ECB Working Paper n.º 526, septiembre.

los tipos de interés en el contexto del paso a un entorno de baja inflación y política monetaria creíble en el marco de la UEM.

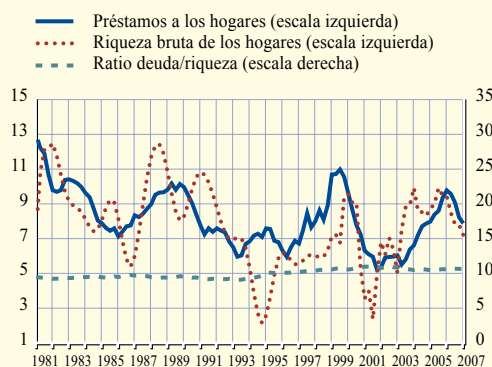
### SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES

La dinámica de los préstamos de los hogares guarda, probablemente, una estrecha relación con la evolución de los activos del sector. Por ejemplo, un aumento de la riqueza de los hogares (de la riqueza inmobiliaria en particular) puede estimular su capacidad de endeudamiento y la disposición de los prestamistas a proporcionar financiación, ya que, utilizada como garantía, puede aliviar en parte las fricciones relativas a la información que entrafía el proceso de préstamo, permitiendo así un mayor flujo de fondos hacia los hogares en condiciones más favorables. Al mismo tiempo, un aumento de la riqueza puede ser también la imagen virtual de un incremento de las necesidades de financiación si, por ejemplo, refleja una subida de los precios de la vivienda y, por ende, la obligación de obtener más financiación para adquirir la misma cantidad de activos. Además, al aumentar la riqueza aumentan también las posibilidades de elevar o reducir el gasto en consumo e inversión, en la medida en que, al menos una parte de esa reducción, se financiará mediante un mayor recurso al mercado de préstamos. El reembolso del capital inmobiliario es un buen ejemplo a este respecto.

En el gráfico 8 se observa la relación entre el crecimiento de los préstamos totales de las IFM a los hogares y el crecimiento de su riqueza bruta (es decir, la suma de la riqueza inmobiliaria y la riqueza financiera). Esta relación parece ser relativamente estrecha, especialmente en el período posterior a 1996. Concretamente, en torno al inicio del nuevo siglo, el auge y la caída de los mercados bursátiles como consecuencia de la evolución de los valores relacionados con las tecnologías de la información parece haber influido en la dinámica de los préstamos a través de su efecto sobre la riqueza de los hogares, cuya tasa de crecimiento interanual registró un acusado incremento hasta mediados del 2000 para, posteriormente, reducirse drásticamente. No obstante, la desaceleración del crecimiento de la riqueza y de los préstamos tras

Gráfico 8 Préstamos de las IFM a los hogares y riqueza

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: La riqueza bruta de los hogares comprende la riqueza financiera bruta y la riqueza inmobiliaria. Los datos sobre riqueza financiera bruta se basan en diversas fuentes y se han elaborado a partir de las cuentas trimestrales integradas y de las cuentas financieras de la zona del euro, así como de la información procedente de fuentes nacionales. Para obtener más información sobre la metodología en que se basan las estimaciones de la riqueza inmobiliaria véase el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2006, titulado «Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro».

la caída de los valores tecnológicos se moderó gracias al fuerte incremento sostenido de los precios de los activos residenciales. Además, el vigoroso aumento de los préstamos a los hogares en el período transcurrido desde mediados del 2003, fue bastante coherente con la evolución de la riqueza total. La estrecha relación que existe entre los dos lados del balance de los hogares se manifiesta también, de forma evidente, en la relativa estabilidad de la ratio de deuda respecto a la riqueza, que se ha mantenido en torno al 10% durante todo el período considerado.

Otro factor relacionado con la situación patrimonial de los hogares en sentido más amplio, que afecta a la demanda de préstamos, es el nivel de deuda que los hogares ya han contraído. Más concretamente, cuanto mayor es el nivel de deuda, menor es la capacidad de los hogares para atender la carga financiera de un endeudamiento adicional y, como resultado, menor es la demanda de nuevos préstamos. A este respecto, el acusado aumento de la deuda de los hogares de la zona del euro a partir de 1993, tiene también relación, en parte, con el nivel relativamente bajo del que partía en comparación con países industrializados como Estados

Estados Unidos, Reino Unido o Japón, como puede observarse en el gráfico 9. No obstante, si bien el nivel de endeudamiento es un factor importante que afecta al crecimiento de los préstamos de los hogares, también deben tomarse en consideración las diferencias en otros factores determinantes, como la dinámica del mercado de la vivienda, a la hora de realizar comparaciones entre países.

### FACTORES RELACIONADOS CON LOS CAMBIOS ESTRUCTURALES EN EL SECTOR BANCARIO

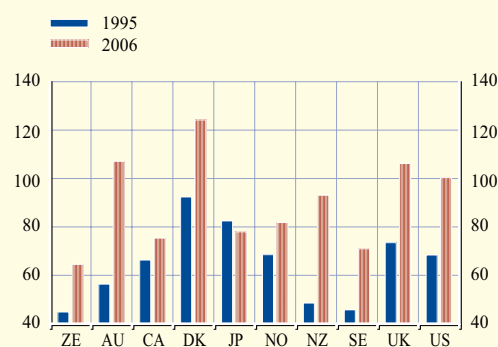
La mayor parte de los factores señalados hasta ahora influyen tanto en la demanda como en la oferta de préstamos a los hogares. Entre los factores que tienden a influir en la dinámica del endeudamiento de los hogares desde el lado de la oferta, se encuentran los relativos a la evolución del sector bancario, que corresponden a los cambios graduales, de carácter estructural, registrados en los mercados de préstamos a los hogares. Un ejemplo notable de dichos cambios es el proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros ocurrido en los países de la zona del euro, principalmente en la década de los años ochenta y a principios de los noventa<sup>7</sup>.

Anteriormente, el único medio que solían tener los hogares para acceder al crédito era a través de instituciones especializadas con régimen preferencial (por ejemplo, que gozaban de subvenciones tributarias o de financiación, o de garantías implícitas o explícitas del Estado). Además, los tipos de interés de los préstamos, y por consiguiente los de los depósitos, con frecuencia estaban regulados. Asimismo, el importe de los préstamos solía estar sujeto a limitaciones cuantitativas o a una duración máxima. Como resultado de esta extensa reglamentación, una proporción considerable de los hogares se vio excluida, de hecho, del mercado de créditos y desarrolló una fuerte demanda latente de préstamos. La eliminación de las restricciones que afectaban a los préstamos a los hogares en el contexto de la desregulación y la liberalización de los mercados financieros permitió a los hogares que antes tenían limitado el acceso al crédito satisfacer esta demanda tras un período de «aprendizaje».

Otro factor que probablemente ha mejorado las condiciones de financiación para los hogares ha

**Gráfico 9 Endeudamiento de los hogares en la zona del euro y en algunos países**

(porcentaje del PIB nominal)



Fuentes: BCE, Eurostat, BPI, OCDE, Reserva Federal, Banco de Japón, Banco de Reserva de Nueva Zelanda y Sveriges Riksbank.  
Nota: ZE denota la «zona del euro». El endeudamiento de los hogares se define aquí como los saldos vivos de los pasivos totales de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, en vez de limitarse a los préstamos de las IFM. Además, las cifras de los distintos países no son necesariamente comparables en su integridad, debido a las diferencias en la clasificación de los sectores institucionales. En el caso de Dinamarca, sólo se dispone de datos para el período posterior a 1998.

sido el aumento de la competencia a la que se enfrentan los proveedores de crédito a los hogares como consecuencia de la apertura del mercado, que se ha intensificado con el proceso de integración financiera europea. En el período posterior a 2003, estas mejoras se han hecho visibles en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema para la zona del euro. Al mismo tiempo, el aumento de la competencia ha estimulado la innovación financiera, lo que ha dado lugar a una gama más amplia de productos, tales como los préstamos para adquisición de vivienda con opciones de reembolso flexibles, los préstamos a tipos de interés variables y cuota fija (los llamados «préstamos acordeón») y los productos que permiten a los hogares el reembolso del capital inmobiliario<sup>8</sup>. Además, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, es probable que los cambios en algunas prácticas bancarias concretas —las relativas, por ejemplo, al importe máximo de financiación que los bancos están dispuestos a proporcio-

<sup>7</sup> Para más información sobre la desregulación de los mercados hipotecarios en los países de la OCDE, véase N. Girouard y S. Blöndal (2001), «House prices and economic activity», OECD Economics Department Working Paper n.º 279.

<sup>8</sup> Véase el recuadro 7, titulado «The influence of mortgage product innovations on risks to household debt sustainability», ECB Financial Stability Review, diciembre del 2005.

nar en relación con el valor de la propiedad adquirida (es decir, la relación entre el principal y el valor de la garantía)— también hayan afectado a los préstamos de los hogares.

En este contexto, se ha observado un aumento de la participación en el mercado de crédito, evolución que confirman los datos de las encuestas del Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE). La encuesta abarca solo los años 1994 a 2001, pero indica que, en este período, la proporción de hogares de la zona del euro que contrajo deuda se incrementó aproximadamente en 3 puntos porcentuales<sup>9</sup>.

Las innovaciones financieras también han afectado a la forma en que los prestamistas financian sus propias necesidades (por ejemplo, mediante la titulización) y gestionan sus riesgos (por ejemplo, mediante seguros de riesgo de crédito), lo que conlleva, por ende, un impacto al alza sobre la oferta de préstamos a los hogares. Hay que señalar, sin embargo, que si bien no hay que pasar por alto la importancia de estos factores, su medición es compleja y, como resultado, en la literatura empírica no se suele tener en cuenta su influencia.

## OTROS FACTORES

Además de los factores determinantes de la evolución de los préstamos a los hogares descritos anteriormente, existen algunos factores importantes que no es posible incluir en ninguna de esas categorías, por ejemplo, las expectativas respecto a la renta futura. Básicamente, la decisión de contraer un préstamo es una decisión de realizar un gasto en el período actual, que se irá amortizando con cargo a los ingresos futuros. De lo que se deduce que las expectativas del hogar en cuestión respecto al empleo y a la renta futura determinan, en gran medida, la demanda actual de préstamos. De la misma manera, la evaluación de las instituciones de préstamo respecto a la renta futura del hogar influye en su disposición a conceder crédito. Las expectativas de los hogares no son directamente observables, pero algunos indicadores como la confianza de los consumidores y las tasas de paro pueden resultar útiles como variables sustitutivas para calcular la propensión de los hogares

**Gráfico 10 Préstamos de las IFM a los hogares y confianza de los consumidores**

(tasas de variación interanual; saldos netos)



Fuentes: BCE y Comisión Europea.  
Nota: La serie de confianza de los consumidores se ha normalizado.

a financiar el gasto corriente con cargo a los ingresos futuros.

El gráfico 10 indica que el crecimiento de los préstamos a los hogares parece haber seguido una trayectoria bastante paralela a la de la confianza de los consumidores en las dos últimas décadas, incluso en períodos como el comprendido entre los años 1998 y 2000, en los que dicho crecimiento fue excepcionalmente alto y mucho más elevado de lo que cabría inferir de la evolución de otros factores determinantes, como el crecimiento del PIB. Podría argumentarse que la dinámica evolución del crecimiento de los préstamos a los hogares durante este período tuvo relación con sus favorables expectativas económicas y de aumento de los ingresos futuros en el contexto del auge que experimentaron los mercados bursátiles con el impulso de los valores tecnológicos.

Otro factor que puede influir significativamente en la evolución a más largo plazo de los préstamos a los hogares es la demografía. Por ejemplo, un aumento de población o, para unas dimensiones dadas, un cambio que se traduzca en una reduc-

9 El Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE) dejó de realizarse en el 2001. Las normas aplicables a las estadísticas comunitarias sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC), que sucederían a esta encuesta como fuente de información pertinente, no entraron plenamente en vigor hasta el 2007.

ción del tamaño medio de los hogares, podría dar lugar a una mayor demanda de vivienda y, por consiguiente, de préstamos para adquisición de vivienda, y no sólo por el posible incremento de los precios de los inmuebles. Además, la distribución de la población por tramos de edad puede afectar a la evolución de los préstamos a los hogares; por ejemplo, los hogares formados por personas jóvenes que aún no han acumulado bastante

riqueza y perciben todavía rentas bajas en relación con las que obtendrán en el futuro, tienden a recurrir en mayor medida al crédito para financiar sus gastos corrientes.

En el recuadro 2 se presenta alguna evidencia sobre el impacto cuantitativo de los diversos determinantes de los préstamos totales a los hogares de la zona del euro analizados en esta sección.

#### Recuadro 2

### EVALUACIÓN DE LA IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS DETERMINANTES DE LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES

El análisis presentado en el artículo ha puesto de relieve los principales factores que parecen ser relevantes a la hora de interpretar la evolución del endeudamiento de los hogares en la zona del euro. Sin embargo, este análisis descriptivo no permite entender claramente la importancia relativa de cada factor en cada momento. Por lo tanto, es necesario complementar el análisis con técnicas adicionales. En este recuadro se ofrecen algunas indicaciones sobre la incidencia cuantitativa de los principales determinantes en la dinámica de los préstamos, y sobre su evolución en el tiempo.

En el recuadro se ha adoptado el enfoque de calcular las contribuciones de un conjunto de variables al crecimiento de los préstamos totales de las IFM a los hogares de la zona del euro, sobre la base de estimaciones obtenidas de un modelo econométrico simple. Las variables del modelo están en línea con las utilizadas en la literatura pertinente e incluyen los principales tipos de determinantes que se mencionan en el artículo y para los que se dispone de datos. Concretamente, se realiza una regresión de los préstamos a los hogares ( $l$ ) sobre el PIB ( $y$ ), los tipos de interés de mercado a corto plazo ( $str$ ), los tipos de interés de mercado a largo plazo ( $ltr$ ) y la ratio de riqueza de los hogares ( $w$ )<sup>1,2</sup>. Los préstamos a los hogares y el PIB se expresan en logaritmos y todas las variables se expresan en primeras diferencias y en términos reales. Se utilizan también dos desfases de la variable dependiente en la estimación, que abarca el período comprendido entre el primer trimestre del año 1981 y el primer trimestre del 2007. La ecuación estimada<sup>3</sup> (las estadísticas  $t$  figuran entre paréntesis) es la siguiente:

$$\Delta l_t = 0,23\Delta y_t - 0,11\Delta str_{t-1} - 0,14\Delta ltr_{t-2} + 0,04\Delta w_t + 0,55\Delta l_{t-1} + 0,24\Delta l_{t-2} + \varepsilon_t$$

(2,1)      (-2,5)      (-3,7)      (2,5)      (5,2)      (2,3)

Cabe observar que los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo aparecen en la ecuación con uno y dos desfases, respectivamente. Estos desfases son reflejo, por un lado, de la duración del proceso de traslado de los tipos de mercado a los tipos aplicados a los préstamos por las entidades de crédito y, por otro, de la respuesta, generalmente, lenta de la demanda de préstamos por parte de los

- 1 La ratio de riqueza de los hogares se ha calculado como la riqueza bruta total nominal de los hogares (riqueza financiera e inmobiliaria) en relación con el PIB nominal.
- 2 En la ecuación final estimada, no se incluyen otros factores señalados en el artículo, como los factores demográficos y la confianza de los consumidores, dado que no han proporcionado resultados significativos.
- 3 Un enfoque de modelización más apropiado y riguroso supondría la estimación de un mecanismo de corrección de errores vectoriales, como el estimado, por ejemplo, en el caso del total de préstamos al sector privado de la zona del euro, en A. Calza, M. Manrique y J. Sousa (2003), «Aggregate loans to the euro area private sector», ECB Working Paper n.º 202. Sin embargo, no se dispone actualmente de este modelo para los préstamos a los hogares. Asimismo, cabe tener en cuenta que la relación entre el agregado de crédito y algunos de sus determinantes puede estar sujeta a efectos no lineales; véase, por ejemplo, S. Kaufmann y M. T. Valderrama (2004), «Modeling credit aggregates», Oesterreichische Nationalbank Working Paper n.º 90.

hogares a las variaciones de los tipos de interés de los préstamos.

Los coeficientes obtenidos de la ecuación estimada pueden utilizarse entonces para desagregar la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares según las contribuciones de los distintos determinantes. Tal y como se aprecia en el gráfico, la evolución del PIB real y de la riqueza de los hogares son los principales determinantes de la dinámica de endeudamiento de las familias a lo largo de todo el período. Sin embargo, como se señala también en el artículo, el PIB real parece tener una mayor incidencia en la primera parte del período, mientras que su importancia relativa disminuye en la segunda parte, especialmente a partir del 2002, cuando la riqueza pasa a ser el principal determinante del crecimiento de los préstamos, en un contexto de fuertes subidas de los precios de los inmuebles residenciales. La contribución de la evolución de los tipos de interés reales ha sido predominantemente positiva a partir de 1994, como resultado del acusado descenso de los tipos de interés en el período previo a la tercera fase de la UEM y del reducido nivel en que se han mantenido posteriormente.

Mientras que, en la mayor parte del período considerado, los principales determinantes utilizados en la estimación parecen explicar el grueso del crecimiento del endeudamiento de los hogares, en ocasiones una parte bastante importante de la dinámica de los préstamos no puede atribuirse a estos factores. En la medida en que estos episodios están relacionados con acontecimientos excepcionales y aislados, ello no debería ser necesariamente motivo de preocupación, dado el objeto del ejercicio. Sin embargo, parece que el modelo subestima sistemáticamente el crecimiento de los préstamos a los hogares en el período 1993-1999, debido, posiblemente, a la influencia de algunos factores no recogidos en las variables incluidas en la estimación. En efecto, en el artículo se argumenta que el proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros podría haber afectado a la dinámica de los préstamos durante este período. Por otro lado, además del efecto directo de las variaciones a corto plazo de los tipos de interés, el crecimiento de los préstamos fue impulsado también por la transición hacia un entorno de reducidas tasas de inflación y de credibilidad de la política monetaria ante la incorporación a la UEM, al menos en algunos países de la zona del euro. Finalmente, las mayores expectativas de renta futura, en el contexto del auge de la tecnología de la información observado en la última parte de este período, también parecen haber alentado a los hogares a contraer más deudas.

En general, los resultados presentados en este recuadro sugieren que, si bien la importancia relativa de los factores determinantes de la dinámica de los préstamos a los hogares ha variado en el período considerado, el PIB real y la riqueza siguen siendo el principal motor del endeudamiento de los hogares. Al mismo tiempo, los factores omitidos en el análisis parecen haber influido de forma significativa en la evolución del crecimiento de los préstamos en el período 1993-1999. Sin embargo, hay que lamentar la escasa disponibilidad de medidas cuantitativas de estos factores para la zona del euro.

### Desagregación del crecimiento de los préstamos a los hogares

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



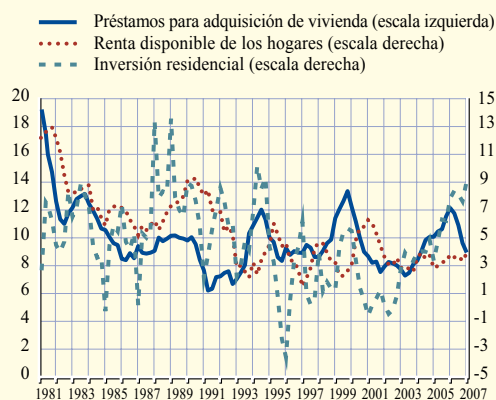
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los efectos de los tipos de interés reales incluyen la incidencia de variaciones de los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo. El efecto de los desfases de la variable dependiente ( $\Delta L_t$  y  $\Delta L_{t-2}$ ) se ha atribuido de forma recurrente a las otras variables explicativas utilizadas en la estimación. Debido a los desfases incluidos en este cálculo, el período representado en el gráfico ha tenido que reducirse a los años 1985-2006.



**Gráfico 11 Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda, renta e inversión**

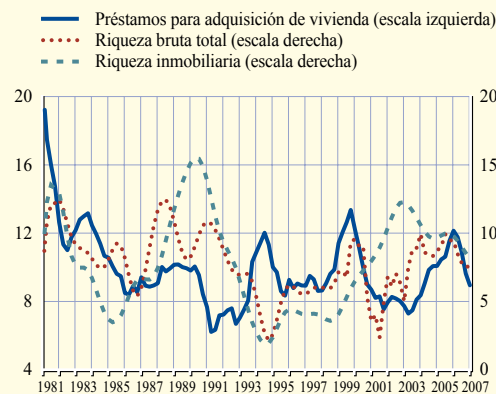
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

**Gráfico 12 Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda y riqueza de los hogares**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Véanse notas del gráfico 8.

#### 4 PRÉSTAMOS A LOS HOGARES POR FINALIDAD Y ALGUNOS FACTORES DETERMINANTES

Los factores analizados en la sección anterior no eran específicos de ningún tipo de préstamo en particular. Sin embargo, cuando el análisis se centra en los componentes individuales de los préstamos totales a los hogares, es concebible que algunas variables más específicas de la finalidad de cada una de las categorías de préstamo puedan resultar más informativas. En esta sección se analiza si esos posibles determinantes concretos pueden aportar información adicional en comparación con los factores de carácter más general.

##### PRÉSTAMOS A LOS HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

Los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, dada su finalidad específica, deberían en principio evolucionar en consonancia con las variables que recogen el comportamiento de los mercados de la vivienda. En el gráfico 11 se describe la relación entre la tasa de crecimiento de este tipo de préstamos y la de la inversión residencial. Se observa que, si bien ambas series siguen una trayectoria bastante similar, la relación entre ellas no es tan estrecha; de hecho, es menos sólida que la que existe entre los préstamos para adquisición

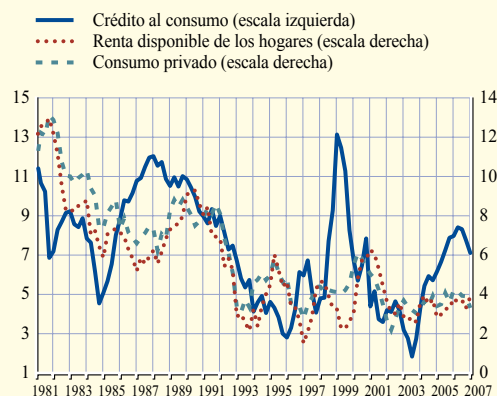
de vivienda y variables de escala más generales como la renta disponible de los hogares. Ello refleja la elevada volatilidad de la inversión residencial, así como el hecho de que esta serie no recoge las transacciones que se realizan en el mercado secundario de la vivienda, que normalmente constituyen el grueso de todas las operaciones relacionadas con la propiedad. Una variable más apropiada que sí recoge la actividad del mercado de la vivienda sería el volumen de negociación total de dicho mercado; sin embargo, en este caso no se dispone de estimaciones fiables para la zona del euro.

Volviendo a los factores determinantes relacionados con la situación financiera más amplia de los hogares, el gráfico 12 muestra cómo una perspectiva más amplia de su situación patrimonial, como la que ofrece la riqueza total, consigue explicar mejor la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda que una más limitada, que se centre exclusivamente en la riqueza inmobiliaria. Ello puede deberse a que existe una correlación más estrecha entre la riqueza total y el ciclo económico. La relación entre la riqueza inmobiliaria y los préstamos para adquisición de vivienda ha sido sorprendentemente débil durante todo el período considerado, lo que podría reflejar, hasta cierto punto, el hecho de que el aumento de los precios de la vivienda que, en gran medida, determinan la evolución de la riqueza



Gráfico 13 Crédito al consumo, renta y consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

inmobiliaria, no siempre coincide con el incremento de las transacciones en el mercado de la vivienda, que determinan la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

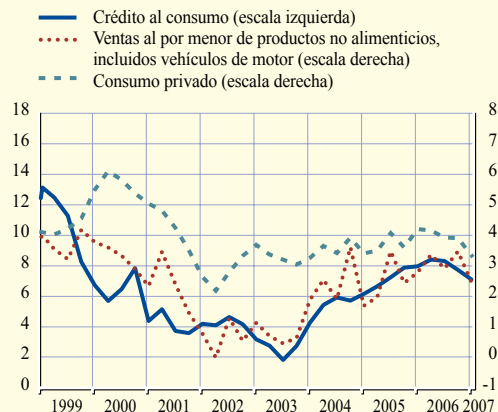
### CRÉDITO AL CONSUMO

En principio, el crédito al consumo se utiliza para financiar gasto en consumo y, a menos que ello se traduzca en una estabilización total del consumo, la evolución de las dos series debería, por lo tanto, presentar una correlación relativamente estrecha. El gráfico 13 sugiere que la evidencia empírica de esa correlación en la zona del euro es ambivalente. Si bien las dos series tienden a moverse a la par durante la mayor parte del período considerado, a veces presentan una divergencia considerable, comportamiento que se observa también en la relación entre el crédito al consumo y una variable de escala más amplia como la renta disponible de los hogares. Ello resulta especialmente evidente en los episodios de fuertes subidas de los precios de los activos.

En estos casos, podría ocurrir que los hogares utilicen una mayor parte de su renta y/o de su ahorro

Gráfico 14 Crédito al consumo, consumo y ventas al por menor

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La tasa de crecimiento de las ventas al por menor de productos no alimenticios, incluidos los vehículos de motor, es una media ponderada de la tasa de crecimiento de las ventas nominales al por menor de ese tipo de productos y de la de un índice de ventas de vehículos de motor basada en las matriculaciones de automóviles ajustada por el correspondiente índice de precios. Las ponderaciones se basan en la proporción relativa del consumo privado que representan estas partidas.

para financiar la adquisición de activos financieros y reales, lo que supone un mayor recurso al crédito al consumo para mantener el nivel de gasto en consumo deseado.

Además, la débil correlación observada entre el crédito al consumo y el consumo privado se debe, en parte, al hecho de que el consumo de los hogares incluye una parte sustancial que, en general, no suele financiarse con deuda, por ejemplo, las compras de artículos de bajo precio como los alimentos (incluidos productos como las bebidas y el tabaco) o gastos ordinarios como los alquileres. De hecho, los hogares normalmente solicitan créditos de consumo para financiar la compra de artículos de precio más alto como muebles, electrodomésticos y vehículos de motor. El gráfico 14 muestra la relación entre el crédito al consumo y una medida más relevante del gasto en consumo que más probabilidades tiene de financiarse mediante deuda, para la que sólo hay datos disponibles a partir de 1999. Esta medida, que incluye las ventas al por menor de productos no alimenticios y el gasto en vehículos de motor, presenta una correlación considerablemente más estrecha con el crédito al consumo.

## OTROS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES

Como se subraya en el recuadro 1, la categoría de otros préstamos a los hogares abarca los préstamos recibidos para diversas finalidades, que, por ejemplo, puede incluir la financiación del gasto en consumo y en inversión empresarial, lo que significa que la identificación de una variable de escala apropiada a esta categoría no es una tarea sencilla.

En el gráfico 15 se recogen las diversas finalidades de los préstamos clasificados como otros préstamos a los hogares, relacionando su evolución con la del crédito al consumo y la de los préstamos a las sociedades no financieras. Durante todo el período considerado, las tres series presentan tendencias relativamente similares. No obstante, aunque la relación de los otros préstamos a los hogares con los préstamos a las sociedades no financieras es más estrecha en la primera mitad del período de referencia, posteriormente parece debilitarse y, en la segunda mitad del período, se observa una correlación más estrecha con la evolución del crédito al consumo.

En general, algunos determinantes concretos que, a primera vista, deberían guardar una estrecha relación con ciertas categorías de préstamos de las IFM a los hogares, no parecen más aptos para explicar la dinámica de los préstamos que otros factores de carácter más general. Si bien el detalle de los préstamos a los hogares por finalidades es en sí una importante fuente de información, parece difícil lograr una comprensión más cabal de las variables que determinan la evolución agregada de los préstamos examinando los factores determinantes de cada una de las respectivas categorías.

## 5 CONCLUSIÓN

En este artículo se han examinado las principales tendencias de los nuevos datos históricos disponibles sobre los préstamos de las IFM a los hogares en los últimos veinticinco años. Más allá de las fluctuaciones cíclicas, la dinámica de los préstamos a los hogares ha sido, en general, más sólida

Gráfico 15 Otros préstamos de las IFM a los hogares, crédito al consumo y préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

que el crecimiento de la renta disponible, lo que se ha traducido en un mayor endeudamiento del sector. Al mismo tiempo, la evolución de cada una de las distintas categorías de préstamos ha mostrado, en ocasiones, una notable divergencia, observándose que los préstamos para adquisición de vivienda han desempeñado un papel cada vez más dominante a lo largo de estos años.

Asimismo, se observa que, si bien los determinantes macroeconómicos estándar pueden explicar adecuadamente la evolución de los préstamos durante una gran parte del período considerado, en algunos episodios los factores especiales también han desempeñado un papel decisivo. Entre estos factores, cabe señalar los cambios estructurales relacionados con la desregulación de los mercados bancarios y la innovación financiera, el cambio a un entorno de bajas tasas de inflación y política monetaria creíble en el contexto de la UEM, así como los pronunciados cambios en las expectativas respecto a la renta en los períodos de auge y caída de los mercados bursátiles como consecuencia de la evolución de las cotizaciones de los valores tecnológicos.

En general, la actividad económica general, tal y como la recoge el PIB, parece haber sido el principal factor determinante de la evolución de los préstamos en la primera mitad del período consi-

## ARTÍCULOS

Evolución a largo plazo  
de los préstamos  
de las IFM a los hogares  
en la zona del euro:  
Principales tendencias  
y determinantes

derado. Sin embargo, en la segunda mitad, este factor ha perdido importancia, a medida que la riqueza de los hogares ha desempeñado un papel cada vez más destacado. En este contexto, cualquier evaluación del dinamismo y la evolución de

los préstamos a los hogares en los últimos años dependerá, inevitablemente, de la sostenibilidad de las valoraciones de los precios de los activos que, en gran medida, determinan la evolución de la riqueza de los hogares.

# LOS SISTEMAS DE ACTIVOS DE GARANTÍA DE LA RESERVA FEDERAL, DEL BANCO DE JAPÓN Y DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>

*Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema para apoyar la aplicación de la política monetaria se basan en principios similares. No obstante, cada uno de estos bancos centrales ha llevado a la práctica estos principios de distinta manera, dependiendo de sus circunstancias económicas e institucionales particulares. El objetivo de este artículo es comparar los sistemas de activos de garantía de estas tres entidades. En la sección 1 se explica la razón por la que los bancos centrales sólo prestan contra la presentación de garantías y se recogen los principios fundamentales en que se inspiran dichos sistemas. En la sección 2 se describen las circunstancias del entorno en que cada banco central opera y cómo han influido en la configuración del sistema de activos de garantía. En la sección 3 se comparan los criterios de admisibilidad y las medidas de control de riesgos. En la sección 4 se ofrecen estadísticas sobre los volúmenes de activos de garantía admisibles disponibles para las entidades de contrapartida de las tres regiones y sobre la utilización de los distintos activos como garantía. En la sección 5 se analiza cómo cada banco central ha intentado evitar que la aplicación de su sistema de activos de garantía creara distorsiones en los mercados. En la sección 6 se presentan las conclusiones.*

## I ¿POR QUÉ LOS BANCOS CENTRALES PRESTAN SÓLO CONTRA LA PRESENTACIÓN DE ACTIVOS DE GARANTÍA?

Las operaciones de mercado abierto constituyen el principal instrumento utilizado por los tres bancos centrales para suministrar liquidez al sector bancario. Dichas operaciones pueden ser simples o temporales. Las compras simples implican que los activos se compran en el mercado abierto y permanecen en el balance del banco central, lo que da lugar a un incremento permanente de dinero de banco central en poder de las entidades de crédito. Por otra parte, las operaciones temporales de mercado abierto implican un préstamo de dinero de banco central a las entidades de crédito a un plazo fijo y generalmente corto. Estas operaciones permiten al banco central gestionar las condiciones de liquidez en el mercado interbancario de reservas a un día e influir así en los tipos de interés del mercado monetario a muy corto plazo para aplicar las decisiones de política monetaria.

Los tres bancos centrales realizan también otros dos tipos principales de operaciones de crédito: la facilidad Lombard y el crédito intradía. La primera —conocida como facilidad marginal de crédito en el Eurosistema, facilidad de crédito primario en la Reserva Federal y facilidad complementaria de crédito en el Banco de Japón— tiene como objetivo constituir una válvula de seguridad para el mercado interbancario, de forma que cuando el mercado no puede suministrar la liquidez necesaria, las entidades de

crédito puedan obtenerla del banco central, si bien a un interés superior<sup>2</sup>. Asimismo, los bancos centrales suministran la financiación intradía que las entidades de crédito necesitan para efectuar sus pagos.

Para ejecutar estos tipos de operaciones de crédito —operaciones de mercado abierto, de la facilidad Lombard y de crédito intradía— el banco central requiere que las entidades de contrapartida ofrezcan activos a modo de garantía<sup>3</sup>. La primera razón por la que el banco central requiere que las operaciones de préstamo al sector bancario estén garantizadas es mantener la solidez de sus activos de manera efectiva y eficiente. Este argumento puede desarrollarse desde distintos puntos de vista.

- 1 Los comentarios, evaluaciones y opiniones referidos a los sistemas de activos de garantía adoptados por los otros dos bancos centrales expuestos en este artículo expresan solamente el parecer del BCE y no necesariamente reflejan los puntos de vista de las otras dos entidades. A los efectos de este artículo, el término banco central se utiliza en sentido genérico para hacer referencia no sólo a un banco central concreto, sino también a los sistemas de bancos centrales, como el Eurosistema o la Reserva Federal.
- 2 En Estados Unidos, hasta la reforma de la ventanilla de descuento de la Reserva Federal en el 2003, el crédito se concedía sólo discrecionalmente a tipos inferiores a los de mercado. No obstante, había ciertas excepciones, como una facilidad especial de liquidez con un tipo superior al de mercado que empezó a ofrecerse en los últimos meses de 1999 con el fin de suavizar las presiones de liquidez durante el cambio al año 2000. La facilidad complementaria de crédito se introdujo en Japón en el 2001.
- 3 La Reserva Federal no requiere la presentación de garantías para el crédito intradía excepto en determinadas circunstancias (por ejemplo, si la entidad de contrapartida necesita un volumen de crédito intradía superior a su límite de endeudamiento neto, o si existe un motivo de preocupación acerca de la situación financiera de la entidad de contrapartida).

## ARTÍCULOS

Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema

- El préstamo con garantías reduce la complejidad operativa que se derivaría de los créditos no garantizados, como la necesidad de vigilar muy activamente la solvencia de las entidades de contrapartida y la necesidad de calcular y vigilar los límites de crédito. Además, la concesión de crédito sin garantías requiere un alto grado de discrecionalidad y, en consecuencia, puede ser incompatible con los principios de transparencia y de rendición de cuentas.
  - Los créditos garantizados permiten al banco central prestar al mismo tipo a todas las entidades de contrapartida, lo que resulta importante a fin de garantizar la transmisión fluida de la política monetaria.
  - Puesto que el mercado podría suponer que el banco central tiene información privilegiada que podría utilizar para evaluar la solidez financiera de una entidad de crédito, reducir el límite de crédito de una entidad de contrapartida o aplicarle un tipo de interés más elevado podría enviar al mercado señales indeseadas y podría interpretarse erróneamente.
  - La independencia financiera respecto del Gobierno es un factor clave de la independencia del banco central en la aplicación de la política monetaria. La exigencia de garantías para la concesión de crédito a las entidades de contrapartida contribuye a salvaguardar la independencia financiera del banco central reduciendo el riesgo de pérdidas. Asimismo, incluso si la independencia financiera no se pone en peligro, incurrir en pequeñas pérdidas podría, en determinadas circunstancias, tener un efecto negativo para la reputación del banco central.
- Ciertamente, suponiendo que los activos de garantía puedan transferirse legalmente al banco central y que puedan establecerse medidas adecuadas de evaluación y de control de riesgos, existe, al menos en teoría, una gama casi infinita de activos que podrían utilizarse como garantía. Entre ellos podrían citarse los valores negociables de renta fija líquidos (tales como los valores de renta fija públicos y privados), los instrumentos de renta variable privada, los préstamos al sector público, a las empresas o a los consumidores, e incluso activos como bienes inmuebles o materias primas. Por tanto, a fin de establecer criterios para decidir qué tipos de activos son aceptables como garantía, cada uno de los bancos centrales ha definido directrices o principios aplicables a su sistema de activos de garantía (véase el recuadro 1).

#### Recuadro 1

### PRINCIPIOS INSPIRADORES DE LOS SISTEMAS DE ACTIVOS DE GARANTÍA

#### Reserva Federal

La Reserva Federal ha decidido aplicar cuatro principios a la gestión de sus activos. Dichos principios, que se publicaron en diciembre del 2002 en el documento titulado «Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations», son los siguientes:

- La Reserva Federal debe ejercer un control efectivo sobre la base monetaria y sobre el tamaño de su balance.
- La Reserva Federal ha de estructurar su cartera y llevar a cabo sus actividades con miras a minimizar su influencia en los precios relativos de los activos y en la asignación del crédito en el sector privado.
- La Reserva Federal ha de gestionar su cartera intentando minimizar los riesgos de manera consistente con el cumplimiento de sus objetivos y mantener liquidez suficiente para poder preparar y efectuar operaciones de gran tamaño en un plazo muy corto de tiempo.

- La Reserva Federal ha de dar una alta prioridad a la transparencia y a la rendición de cuentas.

### Banco de Japón

El Banco de Japón ha publicado sus principios correlativos a los activos de garantía admisibles en un documento titulado «Guidelines on Eligible Collateral». En él se mencionan los siguientes tres principios:

- Con vistas a mantener la solvencia de los activos del Banco, éste aceptará únicamente activos con un grado suficiente de calificación crediticia y de negociabilidad. Además, no deben existir obstáculos a que el Banco ejerza sus derechos sobre las garantías.
- El Banco prestará la debida consideración a la ejecución fluida de sus operaciones y al uso eficiente de los activos de garantía.
- El Banco utilizará información de mercado como las calificaciones crediticias realizadas por agencias externas para evaluar la admisibilidad como garantía de los activos y los precios de mercado para calcular el valor de estos activos, además de información pública para la evaluación de la calidad crediticia de los valores de renta fija privada, los bonos de titulización de activos y los pagarés de titulización de activos.

### Eurosistema

En contraste con la Reserva Federal y el Banco de Japón, los principios del Eurosistema no se han formulado de forma explícita, aunque la mayoría pueden derivarse del Tratado de la CE y de los Estatutos del SEBC. Los principios básicos son:

- Los activos de garantía han de proteger al Eurosistema de incurrir en pérdidas en sus operaciones de crédito.
- El volumen de activos de garantía disponible para las entidades de contrapartida debe asegurar que el Eurosistema tenga la capacidad para ejecutar efectivamente sus operaciones de política monetaria y promover el uso del sistema de pago TARGET.
- El Eurosistema ha de garantizar un acceso igualitario a sus operaciones a un gran número de entidades de contrapartida.
- Los activos de garantía admisibles han de ser eficientes, en términos de costes, en lo que se refiere a su transferencia y movilización, su evaluación del riesgo de crédito y sus posibilidades de seguimiento.
- El Eurosistema actuará según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos.
- El sistema de activos de garantía ha de ser sencillo y transparente.

Estos principios pueden trasladarse a un conjunto muy similar de elementos:

- En primer lugar, los tres bancos centrales requieren que los activos de garantía admisibles tengan un alto nivel de calidad crediticia a fin de mantener la solidez financiera de los activos del banco.
- En segundo lugar, el tipo y la cantidad de los activos de garantía admisibles deben permitir al banco central ejecutar con fluidez sus operaciones de mercado abierto, incluso si son de gran cuantía y deben prepararse con muy poca antelación. Además, la selección y la cantidad de activos de garantía disponibles deben permitir el funcionamiento eficiente de los sistemas de pago.
- En tercer lugar, los tres bancos centrales se esfuerzan por lograr eficiencia, por lo que, idealmente, la movilización de los activos de garantía no debería generar costes superiores a los beneficios reales para las entidades de contrapartida.
- En cuarto lugar, los tres bancos centrales tratan de conseguir un alto grado de transparencia y de rendición de cuentas a fin de garantizar que el público confíe en que la institución actúa con objetividad, responsabilidad e integridad y en que no favorece intereses específicos. A los efectos del sistema de activos de garantía, esto significa que la selección de los activos se realiza de acuerdo con principios y criterios objetivos y públicos, evitándose toda discrecionalidad innecesaria.
- En quinto lugar, los tres bancos centrales intentan, si bien de formas bastante diferentes, evitar que se produzcan distorsiones de los precios de los activos y de la conducta de los participantes en el mercado, que pudieran traducirse en una pérdida global de bienestar.

## 2 OBJETIVO COMÚN, APLICACIÓN DIFERENTE

Uno de los tipos de activos que normalmente cumpliría todos estos principios es el de los valo-

res negociables emitidos por la Administración Central. Dichos valores son por lo general los más comunes de los incluidos en los balances de las entidades de crédito y, por tanto, garantizan que puedan realizarse operaciones de tamaño suficiente sin causar perturbaciones en los mercados financieros. Los bonos del Estado tienen un bajo coste de movilización, puesto que pueden transferirse y gestionarse con facilidad mediante sistemas de liquidación de valores, y la información requerida para la fijación del precio y la evaluación de su riesgo de crédito es pública. Además, la aceptación de los bonos del Estado no entraría en conflicto con los objetivos del banco central referidos a la transparencia, la rendición de cuentas y a evitar la creación de distorsiones en los mercados.

Dicho esto, hay otros tipos de activos que también se ajustan claramente a estos principios. De hecho, aunque en grados diferentes, los tres bancos centrales han ampliado sus criterios de admisibilidad para incluir otros valores distintos de los bonos del Estado. La Reserva Federal, en sus operaciones temporales de mercado abierto, acepta no sólo bonos del Estado sino también valores emitidos por los institutos públicos de financiación y valores de titulización hipotecaria garantizados por dichos institutos; en sus operaciones de la facilidad de crédito primario, la Reserva Federal acepta una muy amplia gama de activos, como créditos a empresas y a consumidores, además de activos de garantía de forma transfronteriza. Para las operaciones temporales de crédito, el Banco de Japón y el Eurosistema aceptan como garantía una gama muy extensa de valores de renta fija privada, además de préstamos a los sectores público y privado. Para cada banco central, la decisión de ampliar los criterios de admisibilidad para incluir valores distintos de los bonos del Estado puede explicarse por diversos factores relacionados con la configuración global de sus marcos operativos, como el tamaño de las operaciones temporales y el número de entidades de contrapartida que pueden participar, el entorno financiero particular en el que opera el banco central y el grado de profundidad y de integración de los mercados de valores no públicos. Dichos factores se analizan en detalle en las dos siguientes subsecciones.



Cuadro I Comparación de los importes de las operaciones de crédito

(medias para el 2006; mm de euros)

	Reserva Federal		Eurosistema		Banco de Japón	
	Media de los saldos vivos	Porcentaje del balance	Media de los saldos vivos	Porcentaje del balance	Media de los saldos vivos	Porcentaje del balance
Operaciones temporales	19	3	422,4	38	274	34
Facilidad Lombard	0,2	0	0,1	0	0,6	0,1
Crédito intradía	102 <sup>1)</sup>	15	260 <sup>2)</sup>	24	124,3	15,5
Total	121	18	682,5	62	398,9	49,7

Fuentes: Reserva Federal, BCE y Banco de Japón.

Nota: Conversión en euros aplicando tipos de cambio de final del 2006.

1) Datos del 2005.

2) Estimación.

## 2.1 OPCIONES SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL MARCO OPERATIVO

Uno de los aspectos fundamentales del marco operativo que influye sobre el sistema de activos de garantía es la forma en la que el banco central suministra liquidez al sector bancario. En el cuadro I se comparan los tamaños de las operaciones de crédito de los bancos centrales, tanto en términos de volúmenes absolutos como en proporción del total de sus balances.

El cuadro plantea varias observaciones interesantes. En primer lugar, el tamaño de las operaciones temporales de mercado abierto de la Reserva Federal es significativamente inferior al de las del Eurosistema y del Banco de Japón, en términos de valor absoluto y como proporción del total del balance. Ello se debe a que la Reserva Federal suministra fondos al sector bancario principalmente a través de operaciones simples, que al final del 2006 representaban el 90% de su balance. Las operaciones temporales de la Reserva Federal desempeñan el papel de amortiguador de las fluctuaciones a corto y a medio plazo de las necesidades marginales de liquidez. En segundo lugar, para los tres bancos centrales el tamaño de la facilidad Lombard es insignificante, en línea con su función de proveer fondos cuando el mercado no puede suministrarlos y de poner un techo a los tipos de interés a un día. En tercer lugar, el Eurosistema facilita, con diferencia, el mayor volumen de crédito intradía, en términos de valor absoluto y como proporción de su balance.

El tamaño de las operaciones temporales influye claramente en la decisión relativa a las garantías: si todos los demás factores se mantienen constantes, cuanto mayor sea el tamaño de las operaciones, mayor será la necesidad de ampliar el tipo de activos de garantía aceptados a un conjunto más numeroso de instrumentos a fin de garantizar que el banco central tiene la capacidad de ejecutar la política monetaria y de asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Esto ha tenido una influencia significativa en el diseño del sistema de activos de garantía del Eurosistema y del Banco de Japón, debido a que ambas entidades realizan operaciones temporales de tamaño muy superior a las de la Reserva Federal.

Un segundo aspecto importante del marco operativo, con repercusiones en los sistemas de activos de garantía, es la selección de entidades de contrapartida que puedan participar en las distintas operaciones del banco central. La Reserva Federal, para garantizar que sus operaciones de mercado abierto puedan prepararse con muy poca antelación y realizarse de manera eficiente a diario, utiliza actualmente un reducido grupo de 21 «creadores de mercado», a través de los cuales se redistribuye la liquidez al resto del sector bancario. Respecto a la facilidad de crédito primario, el sistema es diferente: las 7.000 entidades de crédito que tienen cuenta de reservas en la Reserva Federal y una calificación adecuada por parte de la supervisión tienen acceso a ella. En cambio, el marco operativo del Eurosistema se ha guiado por el principio de garantizar el acceso a sus operaciones de financia-

ción a todas las entidades de contrapartida que lo deseen. Por tanto, todas las entidades de crédito sujetas a los requisitos de reservas mínimas pueden participar en las operaciones principales temporales, siempre que cumplan ciertos requisitos básicos. En la actualidad, pueden participar en las operaciones periódicas de mercado abierto unas 1.700 entidades (aunque en la práctica lo hacen regularmente menos de 500), mientras que 2.150 tienen acceso a la facilidad Lombard y un número similar pueden solicitar crédito intradía. El Banco de Japón ha adoptado una aproximación intermedia a fin de garantizar que puede operar en distintos mercados y con diversos instrumentos y mantener al mismo tiempo su eficiencia operativa: unas 150 entidades de contrapartida pueden participar en las operaciones de suministro de liquidez aportando un fondo común de activos de garantía, si bien deben cumplir además determinados criterios.

La selección de las entidades de contrapartida tiene ciertas consecuencias: si todos los demás factores se mantienen estables, cuanto más amplia sea la gama, más heterogéneos serán los tipos de activos de garantía incluidos en sus balances. En el caso del Eurosistema, esta diversidad del balance de las entidades de contrapartida era aún mayor —en comparación con los otros dos bancos centrales— debido a la naturaleza fragmentada de los mercados financieros nacionales en el momento de la adopción del euro en 1999. En consecuencia, el Eurosistema ha considerado especialmente importante tener en cuenta esta heterogeneidad a la hora de configurar su sistema de activos de garantía, a fin de garantizar que las entidades de crédito de los distintos países de la zona del euro puedan participar en las operaciones del banco central con similares costes de garantía y sin necesidad de llevar a cabo una reestructuración significativa de sus balances. Sin embargo, en el caso de la Reserva Federal, el pequeño grupo de entidades de contrapartida que participan en las operaciones de mercado abierto es muy activo en el mercado de bonos del Estado y de los institutos públicos, por lo que se puede confiar en que tales entidades tengan grandes tenencias de estos tipos de activos de garantía. En contraste, para las operaciones de su facilidad de crédito primario, la Reserva Federal ha elegido un conjunto muy variado de entidades de contrapartida —incluso más numeroso

que el del Eurosistema para sus operaciones de mercado abierto— y acepta una gama muy amplia de activos de garantía.

Por último, desde una perspectiva institucional, debe mencionarse que el Eurosistema está sujeto al artículo 102 del Tratado de la CE, según el cual está prohibido que el sector público goce de un acceso privilegiado a la financiación de las entidades de crédito. En la configuración del marco institucional para la política monetaria única, se decidió (en una declaración anexa al Reglamento CE nº 3604/93 del Consejo) que distinguir entre la deuda emitida por entidades públicas y privadas en la definición de activos admitidos como garantía para las operaciones de los bancos centrales se permitiría en los casos en que dicha distinción se justificase por diferencias en la solvencia de los emisores o en la liquidez del mercado de sus instrumentos de deuda. Fundamentalmente, esto significa que el Eurosistema no puede dar trato preferente a los bonos del Estado en su sistema de activos de garantía y que los criterios de admisibilidad deben aplicarse de forma objetiva y uniforme tanto a los emisores públicos como privados. Los otros dos bancos centrales no están sujetos a este requisito institucional.

## 2.2 LIMITACIONES EXTERNAS

Además del diseño del marco operativo, el banco central ha de tomar en consideración el entorno financiero específico en el que opera, en particular la proporción del tamaño de los mercados de deuda pública y privada en relación con la demanda de activos de garantía.

En Estados Unidos, existen tres tipos de valores de renta fija —pagarés del Tesoro estadounidense, valores emitidos por institutos públicos de financiación y bonos de titulización hipotecaria— que tienen importantes volúmenes en circulación, una elevada calidad crediticia y un alto grado de liquidez y de estandarización, además de ocupar un lugar destacado en los balances de los «creadores de mercado». El gran tamaño y la abundante liquidez de los mercados de estos activos garantizan que el banco central pueda realizar operaciones de elevada cuantía, cuya preparación

requiere un espacio de tiempo muy corto, sin causar distorsiones en los mercados financieros.

La elevada calificación crediticia de los emisores garantiza que la Reserva Federal asume pocos riesgos; además, el hecho de que estos valores sean anotaciones en cuenta y de que la fijación de su precio y su liquidación se realicen con facilidad asegura la eficiencia operativa; por último, operar en mercados altamente estandarizados de un número limitado de entidades públicas o cuasi públicas garantiza la transparencia. Teniendo en cuenta el tamaño relativamente pequeño del volumen de las operaciones temporales de la Reserva Federal (y el hecho de que la mayoría de ellas están garantizadas por bonos del Tesoro estadounidense), probablemente sería factible aplicar la política monetaria únicamente con bonos del Estado. No obstante, dado que existen otros dos mercados que también se ajustan a los principios establecidos por la Reserva Federal, admitir los instrumentos de estos mercados da una mayor flexibilidad a las entidades de contrapartida, con costes adicionales relativamente limitados.

La Reserva Federal tuvo que hacer frente a un reto importante hacia finales de los noventa y principios de la década siguiente, años en los que había expectativas de que los superávits persistentes del Tesoro estadounidense generasen una escasez de bonos públicos de Estados Unidos, así como preocupación por su influencia sobre la aplicación de la política monetaria. La Reserva Federal consideró diversas soluciones, como ampliar la lista de activos admitidos para sus operaciones simples incluyendo valores distintos de los bonos públicos, o modificar y ampliar sus operaciones de ventanilla de descuento para convertirlas en la principal fuente de financiación para el sector bancario. Al mismo tiempo, hizo una valoración acerca de si estas modificaciones de su marco operativo se ajustaban a sus principios básicos, en particular a la efectividad de la aplicación de la política monetaria y a la necesidad de mantener su neutralidad en el mercado.

En la zona del euro, los mercados de bonos del sector privado no han alcanzado aún la misma importancia que en Estados Unidos, país en el que la

gran mayoría de préstamos hipotecarios para vivienda están financiados en los mercados de capitales, en los que los institutos públicos de financiación han desempeñado un papel fundamental. Sin embargo, en la Unión Europea, la financiación de los préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda se sigue haciendo principalmente mediante depósitos al por menor. Se estima que en el 2005 los depósitos al por menor representaron aproximadamente un 70% de los 5,1 billones de euros del saldo vivo en la Unión Europea de préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda; de este saldo vivo, sólo el 27,5% estaba financiado con valores, como instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y bonos de titulización hipotecaria, y el resto por préstamos no garantizados. Asimismo, en la UE, el mercado de bonos de empresa está menos desarrollado que en Estados Unidos, puesto que las empresas han tendido tradicionalmente a obtener financiación directamente de las entidades de crédito y no de los mercados de capitales. El hecho de que los préstamos todavía representen una parte importante de los activos de las entidades de contrapartida del Eurosistema, y de que probablemente esta situación se mantendrá en el futuro próximo, fue una de las razones por las que el Eurosistema elaboró un marco de criterios de admisibilidad de préstamos bancarios para el conjunto de la zona del euro, que entró en vigor a principios del 2007.

Además de un sistema financiero más basado en la actividad bancaria, el otro principio inspirador del sistema de activos de garantía del Eurosistema es el proceso constante de integración de los mercados financieros de la zona del euro. Mientras que los otros dos bancos centrales han contado con mercados bien integrados durante mucho tiempo, a la hora de establecer el sistema de activos de garantía, el Eurosistema hubo de tener en cuenta la muy diversa naturaleza que presentaban los mercados financieros nacionales a principios de 1999. Una de las consecuencias más claras de esta situación fue la creación de dos listas de activos de garantía: la lista uno, basada en criterios armonizados de admisibilidad para el conjunto de la zona del euro, y la lista dos, orientada hacia las necesidades específicas del sector bancario local. Aunque el grado de segmentación de los mercados financieros se ha

reducido significativamente durante los ocho últimos años y el sistema de las dos listas fue sustituido gradualmente en el 2007, el hecho de que algunos segmentos del mercado no estén aún plenamente integrados sigue influyendo en la política de garantías del Eurosistema. Al mismo tiempo, el sistema de activos de garantía del Eurosistema ha surtido también algunos efectos positivos en lo que se refiere a la integración de los mercados financieros. Por ejemplo, mediante el establecimiento del Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC), el Eurosistema ha facilitado el uso transfronterizo de activos de garantía en sus operaciones de crédito, ofreciendo, por tanto, un incentivo adicional a las entidades de contrapartida para diversificar sus carteras incluyendo activos de distintos países. La utilización transfronteriza de las garantías para las operaciones de crédito con el Eurosistema se ha incrementado, desde un 12% en 1999 hasta más de un 50% en el 2006, como resultado de la implantación del MCBC.

En Japón, los mercados de bonos del sector privado están también menos desarrollados que en Estados Unidos: sólo una proporción muy pequeña de los préstamos hipotecarios se financia mediante títulos hipotecarios y las empresas obtienen financiación de los bancos más que en los mercados de capitales. No obstante, dado que el mercado de bonos del Estado es especialmente profundo, y presenta un saldo vivo de emisiones superior al de Estados Unidos y al de la zona del euro, la ausencia de mercados alternativos de bonos del sector privado ha representado menos dificultades para el Banco de Japón que para el Eurosistema. Con todo, el Banco de Japón ha modificado su sistema de activos de garantía debido a que el entorno económico y financiero ha cambiado. Ha ampliado también la lista de garantías admitidas incluyendo instrumentos relativamente nuevos, como bonos de titulización de activos, ya que su negociación ha crecido. Además, a principios del 2002 admitió los préstamos a la Deposit Insurance Corporation (fondo de garantía de depósitos) y a una cuenta especial del Estado («Special Account for the Allotment of Local Allocation Tax and Local Transfer Tax»). Con estas decisiones, se ha incrementado notablemente la cantidad de activos de garantía admitidos, lo que ha contribuido a una

cómoda provisión de liquidez en el marco de una política de cantidades más flexible.

### 3 CRITERIOS DE ADMISIBILIDAD Y MEDIDAS DE CONTROL DE RIESGOS

En esta sección se describe la forma en que los tres bancos centrales han trasladado sus principios a los criterios de admisibilidad, teniendo en cuenta las distintas circunstancias externas a las que se enfrentan. Los criterios de admisibilidad están resumidos a grandes rasgos en el cuadro 2.

Existen varios puntos interesantes de coincidencia y de diferencia. En primer lugar, los criterios de admisibilidad para las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal se refieren principalmente al emisor: están admitidos todos los títulos de deuda pública emitidos por el Tesoro de Estados Unidos, todos los valores de deuda preferente emitidos por institutos públicos de financiación (los de mayor tamaño son Fannie Mae, Freddie Mac y el Federal Home Loan Bank) y todos los bonos de titulización hipotecaria plenamente garantizados por estos institutos. Para las operaciones de financiación del Eurosistema y del Banco de Japón contra un fondo común de activos de garantía, los criterios de admisibilidad son más generales y no se basan en el emisor, de forma que incluyen una gama más amplia de activos.

En segundo lugar, la Reserva Federal acepta una gama de activos de garantía mucho más amplia para su facilidad de crédito primario que para sus operaciones de mercado abierto; además, el conjunto de activos aceptados para su facilidad de crédito primario es mucho más numeroso que el aceptado para la facilidad Lombard por el Eurosistema y por el Banco de Japón. Por ejemplo, los títulos denominados en moneda extranjera, los títulos emitidos en el extranjero y los préstamos hipotecarios concedidos a hogares son aceptados en el marco de la facilidad de crédito primario de la Reserva Federal, pero no se aceptan en Japón ni en la zona del euro.

En tercer lugar, el Eurosistema es el único banco central que acepta bonos simples emitidos por en-

Cuadro 2 Comparación de los criterios de selección					
(medias para el 2006; mm de euros)					
		Reserva Federal (operaciones temporales de mercado abierto)	Reserva Federal (facilidad de crédito primario)	Eurosistema	Banco de Japón
<b>Tipo de activo</b>	Instrumentos de renta fija negociables	√	√	√	√ El deudor no puede ser una entidad de contrapartida
	Valores de renta variable	-	√ Únicamente acciones de institutos públicos de financiación	-	-
	Préstamos bancarios	-	√	√ El deudor debe ser una sociedad no financiera o una entidad pública	√ El deudor no puede ser una entidad de contrapartida
<b>Tipo de emisor /deudor</b>	Administración Central	√	√	√	√
	Institutos públicos de financiación	√	√	√	√
	Administraciones regionales y locales	-	√	√	√
	Empresas	-	√	√	√ El deudor no puede ser una entidad de contrapartida
	Entidades de crédito	-	√	√	√ El deudor no puede ser una entidad de contrapartida
	Organismos supranacionales	-	√	√	√ Instituciones financieras internacionales
	Bonos de titulación	√ Sólo si están garantizados por un instituto público de financiación	√	√ Únicamente si se realiza una venta real y el fondo de titulación queda fuera del alcance del originador y sus acreedores incluso en caso de insolvencia de éste	√ Únicamente si se realiza una venta real y el fondo de titulación queda fuera del alcance del originador y sus acreedores incluso en caso de insolvencia de éste
Hogares	-	√ Préstamos hipotecarios para vivienda y crédito al consumo	-	-	
<b>Ubicación del emisor</b>	Nacional	√	√	√	√
	Extranjero	-	√ Incluidas las Administraciones Públicas extranjeras, organismos supranacionales y emisores europeos de instrumentos tipo Pfandbrief	√ Para los valores negociables, incluye los 30 países del Espacio Económico Europeo (EEE), los cuatro países del G-10 no pertenecientes al EEE, y organismos supranacionales	√ Únicamente válido para pagarés de empresa garantizados por un residente, determinadas Administraciones Públicas extranjeras y organismos supranacionales
<b>Prelación</b>	Preferente	√	√	√	√
	Subordinada	-	-	-	-
<b>Calidad crediticia</b>	Nivel mínimo de calidad crediticia del emisor o del activo	No aplicable	Calificación mínima «BBB» o equivalente, pero «AAA» para algunos activos complejos o en moneda extranjera	Calificación mínima «A» o equivalente	La calificación mínima varía de «A» a «AAA», en función del tipo de emisor y del tipo de activo <sup>1)</sup> : la deuda pública de Japón, la deuda con garantía del Estado y la deuda de las Administraciones locales se admiten con independencia de la calificación
<b>Liquidación</b>	Nacional	√	√	√	√
	Extranjero	-	√ Euroclear, Clearstream y custodios	-	-
<b>Moneda de denominación</b>	Nacional	√	√	√	√
	Extranjera	-	√ Normalmente sólo las principales monedas	-	-

1) En el caso de los efectos de comercio, los pagarés de empresa, los préstamos a empresas y otros valores de renta fija privada, el Banco de Japón determina su aceptación como activos de garantía basándose en sus propios criterios de evaluación de la solvencia de una empresa. Adicionalmente, para algunos activos, el Banco de Japón exige a los deudores que tengan una calificación mínima otorgada por las agencias de calificación.

tidades de crédito como activos de garantía para sus operaciones principales de mercado abierto, aunque estos títulos son aceptados para la facilidad de crédito primario de la Reserva Federal. El Banco de Japón no acepta bonos simples emitidos por sus entidades de contrapartida con el objeto de evitar desvelar la opinión del Banco sobre la solvencia financiera de cualquiera de estas entidades e impedir que el crédito otorgado a las entidades de contrapartida con garantía de pasivos de las propias entidades pueda servir para amortizar dichos pasivos.

En cuarto lugar, los bonos de titulización de activos son generalmente aceptados para las operaciones principales de mercado abierto de los tres bancos centrales, aunque en el caso de Estados Unidos, deben estar garantizados por un instituto público. En el 2006, el Eurosistema estableció algunos criterios específicos adicionales que deben cumplir los bonos de titulización de activos y los pagarés de titulización de activos<sup>4</sup>: además de cumplir los demás criterios generales de admisibilidad, como estar denominados en euros y ser liquidables en la zona del euro, etc., debe celebrarse una venta real de los activos subyacentes al fondo de titulización<sup>5</sup> que emite el título de deuda, de forma que los activos subyacentes queden fuera del alcance del originador y de sus acreedores, incluso en caso de insolvencia del originador; además, los activos subyacentes no pueden ser valores vinculados a riesgos crediticios o derechos similares resultantes de la transferencia del riesgo de crédito mediante derivados crediticios. Una de las consecuencias más directas de estos criterios es que las titulizaciones sintéticas<sup>6</sup>, así como las obligaciones de renta fija garantizadas que incluyen tramos de bonos de titulización de activos sintéticos como activos subyacentes, no son admisibles. No obstante, a pesar de la introducción de estos criterios adicionales, el volumen de bonos de titulización admisibles es todavía muy grande, y a finales de agosto de 2007 ascendía a 746 mm de euros, lo que representa un porcentaje estimado del 58% del total del mercado europeo de estos instrumentos. El Banco de Japón ha establecido también criterios específicos de admisibilidad para los bonos de titulización y los pagarés de titulización de activos similares a los del Eurosistema; debe realizarse una venta real (es decir, no una titulización

sintética) y los fondos de titulización han de quedar fuera del alcance del originador; asimismo, se han adoptado medidas alternativas para la inclusión de cuentas pendientes de cobro en el activo del fondo y los valores emitidos han de tener la calificación de AAA otorgada por una agencia de calificación crediticia. En sus operaciones de mercado abierto, la Reserva Federal sólo acepta bonos de titulización hipotecaria garantizados por uno de los institutos públicos (que, por cierto, sólo realizan titulizaciones basadas en ventas reales), aunque en sus operaciones de ventanilla de descuento acepta una amplia gama de bonos de titulización, pagarés de titulización de activos y obligaciones garantizadas con deudas, incluidos valores de titulización sintética. Además, en agosto del 2007, se introdujo una pequeña modificación en relación con los criterios aplicables a las garantías de las operaciones de ventanilla de descuento, a consecuencia de la cual una entidad de crédito podría pignorar pagarés de titulización de activos de emisores a los que la entidad suministra liquidez, por ejemplo mediante líneas de crédito.

En quinto lugar, el Eurosistema y el Banco de Japón (así como la Reserva Federal en el marco de su facilidad de crédito primario) aceptan como garantía préstamos bancarios concedidos a empresas y al sector público.

En sexto lugar, en lo que se refiere a activos de garantía transfronterizos, existen puntos de coincidencia y diferencias. En sus operaciones de mercado abierto, los tres bancos centrales aceptan únicamente activos de garantía denominados en moneda local, emitidos y liquidables en el entorno nacional. No obstante, a diferencia de los otros dos bancos centrales, el Eurosistema también acepta para sus operaciones activos

4 Actualmente, sólo son admisibles un reducido número de pagarés de titulización de activos, principalmente porque no cumplen uno de los criterios generales de admisibilidad, en particular, el requisito de ser negociable en un mercado regulado o no regulado aceptado por el BCE.

5 Una venta real es la venta legal de una cartera de activos de garantía subyacentes realizada por el emisor al fondo de titulización, lo que conlleva que los inversores en los títulos emitidos son invulnerables frente a posibles reclamaciones contra el originador de los activos.

6 Una titulización sintética usa derivados crediticios al objeto de lograr la misma transferencia del riesgo de crédito que en una venta real, aunque sin necesidad de que se produzca una transmisión física de los activos.



emitidos por entidades de algunos países no pertenecientes al Espacio Económico Europeo.

Por último, los tres bancos centrales han adoptado políticas algo diferentes en relación con la evaluación del cumplimiento de los criterios de admisibilidad y con la comunicación a las entidades de crédito de los activos que son admisibles. La Reserva Federal, para sus operaciones de mercado abierto, publica sus criterios de admisibilidad en diversos documentos y en su sitio web. En razón de la simplicidad de los activos que acepta, no es necesario publicar una lista de activos admitidos en su sitio web. Para las operaciones de su facilidad de crédito primario, la Reserva Federal publica una guía general de los criterios de admisibilidad y sugiere que las entidades de contrapartida se pongan en contacto con la sucursal local para las cuestiones específicas referidas a estos criterios. El Banco de Japón publica en su sitio web una guía general relativa a los criterios de admisibilidad, que resulta suficiente para determinar la admisibilidad de la mayoría de los activos. Para algunos activos, cuyos deudores son en la mayoría de los casos empresas privadas, el Banco de Japón sólo evalúa la admisibilidad a solicitud de la entidad de contrapartida. Por lo que respecta al Eurosistema, el BCE publica diariamente una lista definitiva de todos los valores negociables admitidos. Debido a la amplitud y diversidad del sistema de activos de garantía del Eurosistema (en la base de datos de activos admisibles figuran alrededor de 26.000 valores) y a la liquidación descentralizada de las operaciones en los distintos bancos centrales del Eurosistema, esta publicación resulta importante tanto por razones de transparencia frente a las entidades de contrapartida como de eficiencia operativa. Por razones obvias, la admisibilidad de los créditos sólo puede determinarse previa solicitud y no es posible publicar una lista de los mismos.

Una vez determinados los criterios de admisibilidad para las entidades de contrapartida y los activos de garantía, las medidas de control de riesgos desempeñan un papel complementario fundamental para garantizar que los riesgos residuales se mantienen en niveles reducidos aceptables. Existen diversas herramientas que pueden emplearse para este fin: límites al endeudamiento de las entidades de contrapartida, límites a los emisores (individuales o sectoriales), procedimientos de valoración de las garantías, re-

cortes iniciales, ajustes de los márgenes de garantía y prohibiciones de vínculos estrechos. Los tres bancos centrales utilizan una combinación de estas herramientas y, a diferencia de la elección de activos de garantía admisibles, las metodologías y las prácticas de los sistemas de control de riesgos son relativamente similares.

- En primer lugar, ninguno de los bancos centrales aplica actualmente límites al endeudamiento de las entidades de contrapartida para las operaciones temporales, y no establecen límites predeterminados de exposición al riesgo en relación con determinados emisores de activos de garantía o con garantes.
- En segundo lugar, en lo que se refiere a la valoración de las garantías, las prácticas empleadas por los tres bancos centrales muestran diferencias menores. Para las operaciones temporales de la Reserva Federal, la valoración se realiza diariamente utilizando precios de diversos vendedores privados. Para las operaciones de su facilidad de crédito primario, la valoración se hace al menos semanalmente utilizando precios de mercado, si están disponibles. En el caso del Eurosistema, la valoración se lleva a cabo diariamente, utilizando la fuente más representativa de precios y, si no se dispone de precios actualizados, se emplea una valoración teórica. En el Banco de Japón, se realiza una valoración diaria de las operaciones temporales con bonos del Tesoro japonés, aunque la valoración del fondo común de activos se hace con periodicidad semanal. Para la valoración de los préstamos bancarios, los tres bancos centrales suelen utilizar el valor nominal con la aplicación de recortes más elevados, dependiendo generalmente del plazo de vencimiento del préstamo.
- En tercer lugar, los tres bancos centrales aplican recortes para tener en cuenta los riesgos de liquidez y de mercado. Los recortes dependen de las características de liquidez del activo, del tipo de emisor, del tipo de activo, de la vida residual del activo y del tipo de cupón. Para la facilidad de crédito primario, si no existe precio de mercado, la Reserva Federal emplea el valor nominal y aplica recortes más altos.



- En cuarto lugar, los tres bancos centrales aplican ajustes de los márgenes de garantía globales si el valor agregado de los activos de garantía se sitúa por debajo del endeudamiento total de la entidad de contrapartida en una operación concreta, es decir, los márgenes de garantía no se calculan individualmente para cada activo.
- En quinto lugar, los tres bancos centrales prohíben a sus entidades de contrapartida utilizar activos si tienen vínculos financieros estrechos con el emisor, puesto que esto eliminaría la protección que supone la garantía. Con ello se minimiza el riesgo de doble impago.

#### 4 ESTADÍSTICAS SOBRE VOLÚMENES DE ACTIVOS DE GARANTÍA ADMISIBLES Y SU UTILIZACIÓN POR PARTE DE LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA EN OPERACIONES DE CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL

En el cuadro 3 se muestran algunas cifras sobre los volúmenes de valores y préstamos admitidos para las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal y para todas las operaciones de crédito de los otros dos bancos centrales en el 2005.

Utilizando cifras en euros a los tipos de cambio de final del 2005, el Eurosistema tiene el mayor importe de activos de garantía, 10,8 billones de euros, frente a los 8,7 billones de euros de la Reserva Federal y los 7,2 billones de euros del Banco de Japón<sup>7</sup>. Las proporciones de activos de garantía admitidos en relación con el tamaño de las operaciones que han de garantizarse muestran diferencias interesantes: para el Eurosistema y el Banco de Japón, el valor de los activos de garantía es, respectivamente, 16 y 18 veces mayor que el de las operaciones, pero para la Reserva Federal es 453 veces mayor, principalmente debido al tamaño relativamente reducido de las operaciones. Incluso suponiendo que la Reserva Federal garantiza crédito intradía, esta proporción es de 72.

Existen también algunas diferencias relativas a la composición de las garantías. Aunque para los tres bancos centrales los valores emitidos por la Administración Central constituyen el grueso de las garantías admisibles, la propor-

7 No obstante, para la Reserva Federal, las cifras se refieren solamente a las operaciones temporales de mercado abierto; el volumen de activos de garantía potencialmente admisibles para la facilidad de crédito primario no está disponible, aunque se estima que asciende a decenas de billones de dólares estadounidenses.

**Cuadro 3 Comparación de los importes de los activos de garantía admitidos**

(saldos vivos; medias anuales, 2005)

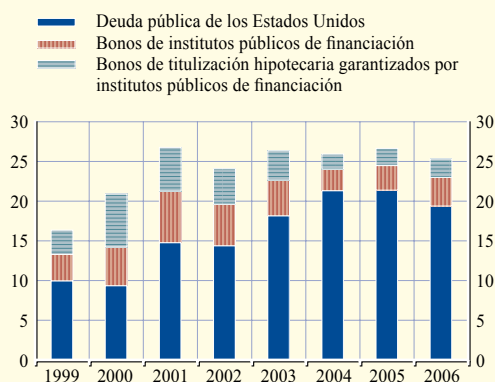
	Reserva Federal (únicamente operaciones de mercado abierto)	Eurosistema (todas las operaciones de crédito)	Banco de Japón (todas las operaciones de crédito)
<b>Importe total de los activos de garantía admitidos</b>	<b>8,7 billones de euros</b>	<b>10,8 billones de euros</b>	<b>7,2 billones de euros</b>
<i>del cual (en %)</i>			
Administración Central	40	39	73
Institutos públicos de financiación	25	0	1
Instituciones financieras	0	22	0
Bonos de utilización hipotecaria garantizados por institutos públicos de financiación	35	0	0
Otros bonos de titulización	0	4	0
Otros valores	0	13	13
Préstamos	0	23	12

Fuentes: Reserva Federal, BCE y Banco de Japón.

Notas: Las cifras relativas a la Reserva Federal se refieren únicamente a las operaciones temporales de mercado abierto, y las del Eurosistema y el Banco de Japón a los activos de garantía admitidos para todas las modalidades de operación de crédito. En el caso de los préstamos admitidos en las operaciones del Banco de Japón y del Eurosistema, la cifra corresponde a los saldos vivos totales de los préstamos a empresas (pero excluidas las pequeñas empresas de Japón) y al sector público por parte de entidades de crédito con licencia bancaria otorgada por la autoridad nacional competente. Los deudores de estos préstamos no necesariamente cumplen los criterios de admisión del Banco de Japón y del Eurosistema, por lo que representan un importe máximo orientativo. La cantidad relativa a los efectos comerciales y los valores de renta fija privada japoneses, incluidos en la categoría «otros valores», sólo es una estimación aproximada, y únicamente una parte de estos valores cumplirían los criterios del Banco de Japón.

**Gráfico 1 Composición de los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales de la Reserva Federal**

(medias anuales; mm de dólares estadounidenses)



Fuente: Reserva Federal.

ción de estos valores es sustancialmente mayor en Japón (73%) que en Estados Unidos (40%) y en la zona del euro (39%). Otra diferencia interesante es el elevado volumen de bonos de titulación hipotecaria admitidos en Estados Unidos (35%) en comparación con Japón y la zona del euro, lo que refleja la importancia del papel que desempeñan los institutos públicos de financiación estadounidenses en el fomento de la amplitud y liquidez del mercado de valores hipotecarios. En la zona del euro, aunque los bonos de titulación de activos representan sólo un 4% de los activos admisibles, este porcentaje constituye el 58% del mercado de estos títulos. Los préstamos a los sectores empresarial y público constituyen asimismo un volumen significativo de activos de garantía admisibles en el Eurosistema (23%) y en el Banco de Japón (13%), pero no se aceptan para las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal. Por último, debe señalarse que el Eurosistema es el único banco central para el que los bonos emitidos por instituciones financieras desempeñan un papel importante, representando un 22% del total de activos de garantía admitidos. En el caso del Banco de Japón y de la Reserva Federal, estos bonos no se admiten como garantía de las operaciones de mercado abierto.

Por supuesto, sólo una parte de los activos potencialmente admisibles figuran en el balance de las entidades de contrapartida. Además, la composición de los activos de los distintos balances no coincidirá con la del total de activos admisibles, puesto que probablemente las entidades de contrapartida tengan diferentes estrategias de inversión. De acuerdo con encuestas no oficiales a los «creadores de mercado» realizadas por la Reserva Federal, sus entidades de contrapartida mantienen aproximadamente un 9% del total de activos de garantía admisibles; en el caso del Eurosistema y del Banco de Japón, se estima que el porcentaje es significativamente mayor, representando un 33% y un 40%, respectivamente. El volumen y la composición de los activos admisibles incluidos en el balance de las entidades de contrapartida es claramente un factor importante para determinar su utilización real como garantía de las operaciones con el banco central.

Como puede observarse en el gráfico 1, en las operaciones temporales de la Reserva Federal, los valores del Tesoro de los Estados Unidos han sido el tipo de garantía más utilizado, y la proporción se ha incrementado, desde un mínimo del 45% registrado en el 2000 hasta casi un 80% en los últimos tres años. Por otra parte, los valores de titulación hipotecaria y los bonos emitidos por institutos públicos, que, de hecho, figuran en los balances de los «creadores de mercado» en volúmenes similares a los bonos del Estado, representan conjuntamente tan sólo un quinto de los activos de garantía empleados. Respecto a la facilidad de crédito primario, los préstamos bancarios son el tipo dominante de garantía (un 73% del total de los activos pignorados en marzo del 2007), mientras que los bonos de titulación de activos constituyen la siguiente categoría por tamaño (con un 15% del total), seguidos de los bonos empresariales (con un 7% del total).

En el caso del Banco de Japón, los bonos emitidos o garantizados por el Estado constituyen un importante porcentaje de los activos de garantía utilizados, representando una media de aproximadamente un 70% durante los tres últimos años, mientras que los préstamos a empresas y al

Estado (o garantizados por éste) representaron un 23% en promedio (véase gráfico 2). El resto está compuesto por una amplia gama de activos negociables emitidos por el sector privado y por las Administraciones Locales. La gran mayoría de los préstamos son obligaciones directas del Estado japonés o garantizadas por éste; las obligaciones de empresas constituyen sólo una pequeña proporción. Por tanto, durante los cuatro últimos años, las obligaciones del Estado han representado, en media, más del 90% del total de activos de garantía.

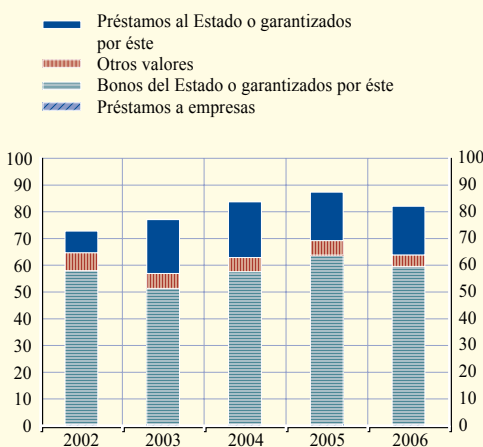
En cuanto al Eurosistema, el gráfico 3 muestra, en primer lugar, que el volumen de activos de garantía movilizados se ha incrementado desde 668 mm en 1999 hasta 959 mm en el 2006, debido principalmente al mayor tamaño de las operaciones temporales requerido para compensar el incremento de los billetes en circulación. En este período, la composición de las garantías también ha cambiado significativamente, como reflejo de la evolución de los mercados financieros y del tipo de valores negociables existentes en el balance de las entidades de crédito. En 1999, los bonos del Estado representaron un nivel ligeramente superior a la mitad del total de activos de garantía movilizados; en el 2006, su porcentaje descendió hasta el 27%. El significa-

tivo incremento del volumen de activos de garantía movilizados en este período estuvo constituido por bonos simples emitidos por entidades de crédito y bonos de titulización de activos (cuyos activos subyacentes habían sido emitidos en su mayoría por entidades de crédito). Esta tendencia hacia el uso de bonos bancarios simples y de bonos de titulización de activos ha sido impulsada en parte por la fuerte demanda de activos de garantía por parte del Eurosistema (que ha aumentado a un ritmo significativamente más rápido que las tenencias de bonos del Estado admisibles incluidas en el balance de las entidades de contrapartida<sup>8</sup>), aunque también por el uso más eficiente de estos activos por parte de las entidades de contrapartida, que reservaban los bonos del Estado para operaciones más rentables en el mercado interbancario de repos y para operaciones de préstamo de valores. En comparación con la Reserva Federal y el Banco de Japón, es el Eurosistema el banco central que, con diferencia, recibe actualmente un menor porcentaje de bonos públicos. Esta tendencia de sustitución de dichos bonos

8 Utilizando los balances de las instituciones financieras monetarias de la zona del euro, las tenencias de valores públicos de la zona se han incrementado marginalmente desde 1,1 billones de euros en 1999 hasta 1,3 billones de euros en el 2006, a una tasa de crecimiento anual del 2%. Por otra parte, la demanda agregada de activos de garantía, ha aumentado a una tasa del 5% durante el mismo período.

**Gráfico 2 Composición de los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Banco de Japón**

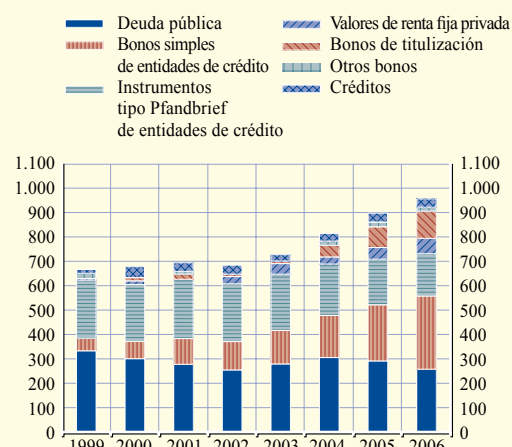
(medias anuales; billones de yenes)



Fuente: Banco de Japón

**Gráfico 3 Composición de los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema**

(medias anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

probablemente esté reforzada por la introducción de los créditos como activos de garantía desde principios del 2007. Aunque los activos de garantía utilizados por el Eurosistema son cada vez menos líquidos, la calidad crediticia se mantiene gracias al requisito de tener como mínimo una calificación crediticia «A».

## 5 INFLUENCIA DE LOS SISTEMAS DE ACTIVOS DE GARANTÍA EN EL MERCADO

Aunque es posible que la influencia de las operaciones temporales en los precios relativos de los valores sea sustancialmente menor que la de las operaciones simples, no puede descartarse que las decisiones relativas a los tipos de activos de garantía admisibles en las operaciones temporales puedan también influir en el mercado de diversas formas. Como ya se ha señalado brevemente en la exposición de los principios inspiradores, los tres bancos centrales tienen en cuenta el impacto que sus sistemas de activos de garantía podrían tener en los mercados financieros. La Reserva Federal tiene como objetivo explícito estructurar su cartera y lleva a cabo sus actividades intentando minimizar sus efectos en los precios relativos de los activos y en la asignación del crédito en el sector privado. El Eurosistema y el Banco de Japón no tienen el objetivo explícito de evitar influir en los precios relativos de los mercados financieros, pero en cambio intentan garantizar que, si se produce alguna influencia, no se traduzca en un efecto negativo en los mercados financieros ni en el bienestar social en general<sup>9</sup>.

Teóricamente, hay varias vías por las que el sistema de activos de garantía puede tener un impacto en el mercado.

En primer lugar, si un banco central declara un activo admisible, se incrementa su liquidez, lo que aumentaría su valor en el mercado secundario en relación con activos no admisibles. Esto podría también mejorar la capacidad del emisor para obtener crédito del sector privado frente a emisores cuyos activos no son admisibles. Sin embargo, esta «prima de admisibilidad» resulta difícil de calcular, puesto que el efecto puede reducirse debido a diversos factores institucionales.

El método más sencillo es observar los cambios de los precios de activos que anteriormente no eran admisibles y posteriormente han pasado a ser admisibles. Cuando se llevó a cabo este análisis para la zona del euro en el 2005, año en que pasaron a ser admisibles los valores emitidos en euros en la zona del euro por residentes no pertenecientes al Espacio Económico Europeo, no se manifestó ninguna evidencia clara de prima de liquidez<sup>10</sup>. En el caso de activos ilíquidos, como los préstamos bancarios, la prima de admisibilidad probablemente sea más significativa, aunque su cálculo sería muy difícil debido a la falta de precios de mercado.

En segundo lugar, las medidas de control de riesgos podrían también en teoría influir en el mercado. Por ejemplo, si los recortes aplicados a los valores aceptados como garantía no reflejan con exactitud los principales riesgos de mercado y de liquidez del activo, podrían existir incentivos para el arbitraje entre los distintos activos, lo que podría afectar al precio de los valores y a la correspondiente asignación de crédito a los emisores. No obstante, este efecto de los recortes en el precio de mercado de los activos debería ser incluso menor que la prima de admisibilidad expuesta anteriormente.

En tercer lugar, el mercado puede verse también afectado por el diseño de las operaciones de mercado abierto. Por ejemplo, en un extremo, el banco central podría realizar distintas subastas para cada tipo de activos en operaciones separadas, es decir, una operación para los bonos del Estado, una operación para los bonos de empresa, etc. La experiencia de la Reserva Federal es más cercana a este planteamiento puesto que lleva a cabo tres operaciones, una para cada tipo de activos de garantía subyacentes, y actúa como tomador de precio en las subastas. Además los importes de las operaciones se seleccionan según los tipos de garantías, de

9 Lo anterior está relacionado con la obligación estatutaria del Eurosistema, recogida en el apartado 1 del artículo 105 del Tratado de la CE, que dispone que «El SEBC actuará según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos».

10 Véase el documento titulado «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», ECB Occasional Paper Series n.º 49, agosto del 2006.

acuerdo con una referencia aplicable a cada uno de ellos. En el otro extremo, al igual que las operaciones de suministro de liquidez del Eurosistema y del Banco de Japón contra la presentación de un fondo común de garantías, el banco central sólo lleva a cabo una única operación, que puede ser garantizada con un fondo en el que se incluye una gama de activos líquidos e ilíquidos, cuya composición pueden elegirla libremente las entidades de contrapartida.

Además, los instrumentos elegidos por los tres bancos centrales para evitar que se produzcan distorsiones de los precios de mercado son diferentes. Al objeto de minimizar cualquier influencia en los precios relativos de los activos, la Reserva Federal acepta sólo activos muy líquidos en sus operaciones temporales de mercado abierto. Si el mercado tiene mucha profundidad y liquidez, el valor añadido derivado de ser admitido como activo de garantía por el banco central probablemente sea insignificante. Por otra parte, el Eurosistema acepta una gama muy amplia de activos de garantía, que incluye desde activos muy líquidos hasta activos ilíquidos, pero evita crear distorsiones, aplicando criterios objetivos y públicos para la selección de activos y asegurándose de que los activos con características similares reciben un tratamiento análogo. Por ejemplo, el criterio de la admisibilidad referido a la solvencia financiera se evalúa con calificaciones crediticias públicas, con lo que se garantiza la ausencia de discrecionalidad por parte del Eurosistema y se elimina la percepción de una aprobación oficial. El riesgo de crear distorsiones mediante la concesión de admisibilidad y la aplicación de recortes se ha reducido en mayor medida mediante una estrategia de diversificación entre emisores y tipos de activos, así como asegurándose de que el volumen agregado de activos admisibles es abundante. Los criterios de admisibilidad se han formulado para ser muy generales, de forma que el sistema de activos de garantía del Eurosistema pueda adaptarse fácilmente a la evolución de los mercados financieros. Por ejemplo, los bonos de titulación de activos pasaron a ser admisibles automáticamente, su crecimiento comenzó a principios de la década, y el Eurosistema no adoptó criterios específicos de admisibilidad para estos valores hasta el 2006. Respecto a su sistema de ac-

tivos de garantía, el Banco de Japón se ha esforzado por hacer un uso efectivo de información de mercado, como las calificaciones de las agencias de calificación crediticia para evaluar la admisibilidad de los activos de garantía, y los precios de mercado para calcular los precios de dichos activos. También ha intentado ampliar su lista de activos admisibles a fin de evitar un trato desfavorable para los instrumentos de los mercados recientemente desarrollados.

## 6 CONCLUSIONES

Este artículo pone de manifiesto que los principios fundamentales de los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema son similares. Estas entidades se esfuerzan por tener un sistema de garantías que garantice la aplicación efectiva de la política monetaria y el buen funcionamiento de los sistemas de pago; estos sistemas están dirigidos a asegurar que el banco central asuma un nivel de riesgo de contraparte muy limitado; asimismo, están orientados a lograr un alto grado de eficiencia operativa, transparencia y rendición de cuentas y, de diversas formas, a evitar efectos negativos sobre el equilibrio del mercado. Con todo, estos principios normativos se han llevado a la práctica de formas diferentes a fin de tomar en consideración el entorno económico e institucional en que cada banco central opera, lo que demuestra que no existe un diseño específico óptimo para los sistemas de activos de garantía. A pesar de estas diferencias de orden práctico, pueden extraerse lecciones importantes —tanto de política como de carácter técnico— de la comparación entre los criterios de admisibilidad y los marcos de control de riesgos adoptados por los tres bancos centrales. Por último, los bancos centrales —mediante el diseño de su sistema de activos de garantía y de las operaciones de mercado abierto— influyen en el funcionamiento de los mercados financieros. Por ejemplo, el Eurosistema ha ejercido cierto grado de influencia positiva en la integración de los mercados financieros mediante su política de garantías; más recientemente, con la inclusión, a comienzos del 2007, de los créditos entre los activos de garantía admisibles, ha confirmado un sistema que existía antes de la adopción

## ARTÍCULOS

Los sistemas  
de activos  
de garantía de  
la Reserva Federal,  
del Banco de Japón  
y del Eurosistema

de la moneda única en algunos países de la zona del euro y ha hecho más general el perfil de liquidez de este tipo de activos, de forma que ahora pueden convertirse instantáneamente en dinero de banco central en todos los países de la zona. El impacto

de la política de activos de garantía del banco central en los mercados financieros es una cuestión que reviste gran interés y que puede estudiarse más a fondo tanto desde un punto de vista normativo como empírico.



# CIRCULACIÓN Y SUMINISTRO DE BILLETES EN EUROS Y PREPARATIVOS PARA LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES

## ARTÍCULOS

Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes

*El Eurosistema es responsable de garantizar el suministro fluido y eficiente de los billetes en euros y de preservar su integridad. Por lo que se refiere a la función de velar por el suministro de billetes en euros, en los años inmediatamente posteriores a la introducción del efectivo en el 2002, el Eurosistema se centró en el desarrollo de su marco de política interna para la producción, la distribución y el tratamiento de los billetes en euros. Más recientemente, el Eurosistema ha venido dedicando su atención a la organización del ciclo del efectivo en la zona del euro con vistas a incrementar su eficiencia y a armonizar los servicios de efectivo prestados por los BCN, en los casos en que resulte necesario. Este objetivo se alcanzará, en gran medida, a través del marco para el reciclaje de billetes y del plan de trabajo para la consecución de una mayor convergencia en los servicios de efectivo proporcionados por los BCN. Al mismo tiempo, el Eurosistema está prestando apoyo a Chipre y Malta para la introducción del efectivo en estos dos países, que adoptarán el euro el 1 de enero de 2008.*

*En lo que respecta a la función de proteger la integridad de los billetes en euros, desde la introducción del efectivo en el 2002, el Eurosistema ha estado trabajando en la mejora de los elementos de seguridad existentes y en la incorporación de elementos nuevos. Aunque las estadísticas de falsificaciones no son actualmente motivo de excesiva preocupación, el Eurosistema ha de anticiparse a los avances tecnológicos en materia de falsificación a fin de llevar siempre la delantera a los falsificadores. En consecuencia, en el 2005 el Eurosistema puso en marcha un proyecto de desarrollo de una nueva serie de billetes en euros en los que se introducirán nuevos elementos de seguridad al tiempo que se mejorarán los elementos actuales. La nueva serie se pondrá en circulación dentro de unos años.*

## I EVOLUCIÓN DE LA CIRCULACIÓN DE BILLETES

A finales de agosto del 2007, el número de billetes en euros en circulación alcanzó los 11.200 millones por un importe total de 637 mm de euros. En los últimos años, el importe de los billetes en circulación ha seguido creciendo aunque a una tasa interanual en descenso. La tasa de crecimiento interanual del billete de 500 euros fue la que experimentó el mayor descenso hasta situarse a finales de agosto del 2007 en el 9,4%, nivel prácticamente similar al de las correspondientes tasas de los billetes de 100 euros y de 50 euros. Por el contrario, las tasas de crecimiento interanual de los billetes de baja denominación han ido fluctuando entre el 3% y el 6% en los últimos años.

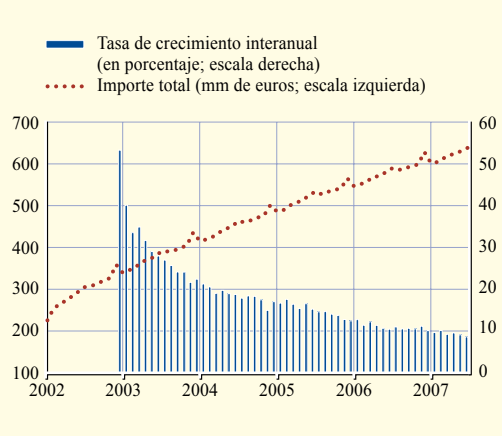
La evolución de la circulación general puede explicarse, en parte, por el hecho de que los billetes de alta denominación no existían en varios países de la zona del euro antes de la introducción del efectivo por lo que no se ha alcanzado todavía un nuevo equilibrio en la utilización y tenencia de estas denominaciones. Sin embargo, parece que este proceso de «reoptimización» de la demanda de efectivo está llegando lentamente a su fin.

Los gráficos que figuran a continuación proporcionan una información más detallada sobre la evolución de los billetes en euros desde su puesta en circulación, en términos de importe (véase gráfico 1) y de número de billetes (véase gráfico 2).

## 2 MARCO PARA EL RECICLAJE DE BILLETES

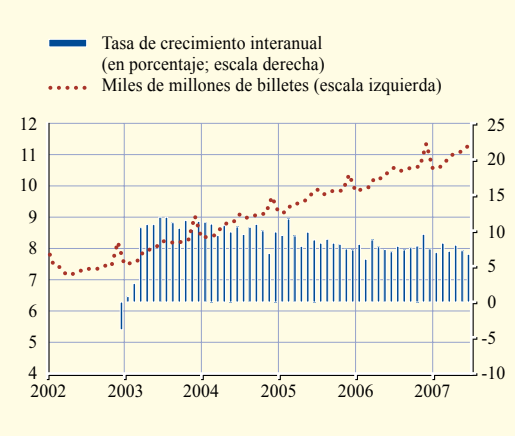
El marco del BCE para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo, adoptado por el Consejo de Gobierno en diciembre del 2004, establece la nueva política común del Eurosistema para el reciclaje de los billetes en euros dentro del ciclo del efectivo. Los BCN de la zona del euro debían efectuar la transposición nacional de este marco, denominado también marco para el reciclaje de billetes, antes de finales del 2006, plazo que se extiende a finales del 2007 para Banka Slovenije. Hasta el momento, once BCN de la zona del euro han cumplido este objetivo y la aplicación del marco se encuentra en fase avanzada en los dos Estados miembros restantes. Dependiendo de las competencias de los BCN,

**Gráfico 1** Importe total de los billetes en euros en circulación entre enero del 2002 y agosto del 2007



Fuente: BCE.

**Gráfico 2** Número total de billetes en euros en circulación entre enero del 2002 y agosto del 2007



Fuente: BCE.

la aplicación del marco se ha regulado por decreto, instrucciones obligatorias del banco central o acuerdos contractuales entre los BCN y las distintas entidades de crédito. En vista de la mayor participación de las entidades no bancarias en la distribución de billetes al público a través de los cajeros automáticos, el BCE vela especialmente por que estas entidades cumplan también los estándares establecidos en el marco para el reciclaje de billetes a fin de que se dispense el mismo trato a todos los profesionales del manejo de efectivo.

Con arreglo a las nuevas normas, las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo sólo pueden entregar a sus clientes billetes en euros que hayan sido retirados de un BCN o cuya autenticidad y aptitud para volver a circular hayan sido comprobadas de conformidad con los estándares comunes establecidos en el marco. Si los billetes se dispensan en cajeros automáticos, las pruebas obligatorias han de efectuarse con una máquina de tratamiento de billetes cuya utilización para el reciclaje de billetes haya sido autorizada por el BCE, después de que el fabricante haya demostrado a un BCN que la máquina lleva a cabo las funciones de autenticación y selección con toda fiabilidad. El uso de cada una de las máquinas para el reciclaje se autoriza, en principio, por un año, período para el

cual la lista de los modelos autorizados se publica en la dirección del BCE en Internet. Si los billetes vienen reciclados por los cajeros en ventanilla, la autenticidad y la aptitud de los billetes deben ser comprobadas por miembros del personal que hayan recibido la debida formación, salvo en caso de que los billetes hayan sido previamente comprobados por un BCN con una máquina autorizada.

El BCE coordina las pruebas de las máquinas de tratamiento de billetes que los BCN realizan de forma descentralizada de conformidad con un procedimiento común. Desde la adopción de un procedimiento común por el Consejo de Gobierno en diciembre del 2005, una amplia gama de máquinas producidas por fabricantes de todo el mundo han superado las pruebas, y aun se están desarrollando nuevos modelos. El BCE ha adoptado varias medidas para unificar todavía más las pruebas. Asimismo, se actualizan periódicamente los lotes de prueba (es decir, los paquetes de billetes auténticos y falsos), añadiendo las nuevas falsificaciones que vayan apareciendo.

### 3 PLAN DE TRABAJO

La zona única de efectivo en euros es ya una realidad desde hace unos años, si bien existen todavía

ciertas dificultades para las grandes operaciones transfronterizas en efectivo. Por ello, el Consejo de Gobierno del BCE ha subrayado reiteradamente la importancia de garantizar un entorno de competencia leal para las operaciones en efectivo y el Eurosistema ha adoptado una serie de medidas relacionadas con los servicios de efectivo. En febrero del 2007, el BCE estableció un plan de trabajo, articulado en varias fases, para lograr en el medio plazo una mayor convergencia en los servicios de efectivo que prestan los BCN. Alcanzar un grado más elevado de convergencia es importante por dos motivos. En primer lugar, distintos participantes en el ciclo del efectivo, especialmente los que desarrollan una extensa actividad transfronteriza en efectivo, podrían cosechar todos los beneficios de la moneda común. En segundo lugar, se garantizaría a todos ellos un trato equitativo que propiciaría una competencia leal.

Al mismo tiempo, se recaló que el Eurosistema no tenía la intención de desarrollar un modelo único para el suministro de efectivo. Las distintas circunstancias económicas y geográficas nacionales habrán de tenerse en cuenta y el proceso de convergencia requerirá cierto grado de flexibilidad en cuanto a las necesidades de los clientes, la infraestructura del efectivo y los períodos transitorios de aplicación.

En la primera fase del plan de trabajo se implantó el acceso remoto a los servicios de efectivo de los BCN a partir del 1 de julio de 2007. Con este sistema, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro tendrán acceso a los servicios de efectivo prestados por el BCN de otro Estado miembro participante, siempre que estas entidades de crédito extranjeras se beneficien de las mismas condiciones de retirada y de ingreso de efectivo que las entidades nacionales. Otras cuestiones incluidas en el plan de trabajo son el establecimiento de estándares comunes de empaquetado para ingresos y retiradas sin cargo de billetes en los BCN y un enfoque común del sistema electrónico de intercambio de datos con clientes profesionales en el marco del Eurosistema. La posible aplicación de estándares comunes de empaquetado tendrá una elevada incidencia en las operaciones de los distintos participantes en el ciclo del efectivo dado que, para alcan-

zar un determinado grado de armonización, los BCN y las entidades deberán realizar inversiones en todos los países que utilizan actualmente soluciones diferentes. Por otro lado, se está estudiando la necesidad de una mayor armonización del horario de apertura de los BCN, teniendo en cuenta las diferencias en las infraestructuras del efectivo de los Estados miembros. El Eurosistema está considerando también la posibilidad de admitir ingresos y retiradas de billetes no orientados, como servicio común gratuito, dado que los avances tecnológicos en las máquinas de tratamiento de billetes y en los dispensadores de efectivo permiten leer y procesar billetes orientados en las cuatro posiciones. Todas estas medidas tienen por objeto lograr una mayor eficiencia y desarrollar la zona única de efectivo en euros. En este contexto, cabe destacar que, en la actualidad, lo que impide efectuar grandes operaciones transfronterizas en efectivo en la zona del euro es, sobre todo, la existencia de normas nacionales diferentes relativas al transporte de efectivo y, especialmente, al uso de armas de fuego. Sin embargo, estos temas trascienden el ámbito de las competencias del BCE. No obstante, el BCE respalda las iniciativas dirigidas a lograr una mayor armonización a nivel europeo en este campo.

#### 4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESLOVENIA Y SU FUTURA IMPLANTACIÓN EN OTROS PAÍSES

El 1 de enero de 2007 se llevó a cabo la puesta en circulación del euro en Eslovenia y la operación transcurrió de forma totalmente satisfactoria. Tras un período de dos semanas de doble circulación, durante el cual los pagos pudieron realizarse tanto en tólares como en euros, el 15 de enero de 2007 el euro se convirtió en la única moneda de curso legal. La nueva moneda se implantó de una vez, sin período transitorio, contrariamente a lo ocurrido en el grupo de doce primeros países en los que los billetes y monedas en euros se pusieron en circulación el 1 de enero de 2002.

El 10 de julio de 2007, el Consejo de la Unión Europea decidió que Chipre y Malta podían adoptar el euro a partir del 1 de enero de 2008. El Eurosiste-



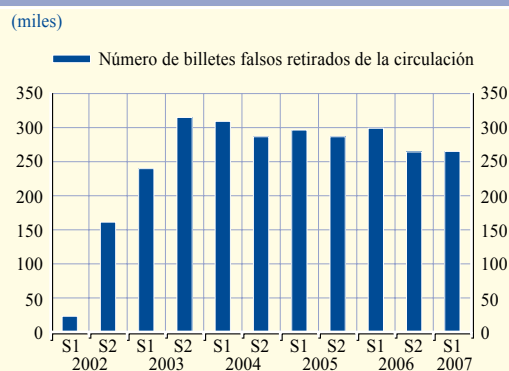
ma prestará apoyo a estos dos países en sus preparativos para la introducción del euro, de conformidad con la Orientación sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE el 14 de julio de 2006.

Ambos países introducirán los billetes y monedas en euros de una vez, con un período de un mes de doble circulación. El Eurosistema proporcionará en total unos 170 millones de billetes en euros para la puesta en circulación y para las necesidades de billetes en el 2008 en virtud de un acuerdo de préstamo. Los billetes se entregarán en el otoño del 2007 a fin de que las operaciones de distribución y subdistribución anticipadas puedan iniciarse con la antelación suficiente<sup>1</sup>.

En Chipre, la distribución anticipada de billetes en euros comenzará el 19 de noviembre de 2007. La distribución anticipada de monedas en euros, acuñadas por la fábrica de moneda de Finlandia tras ganar ésta un procedimiento de licitación, se iniciará el 22 de octubre de 2007. En estas dos fechas empezará también la subdistribución anticipada del efectivo en euros. A partir del 3 de diciembre de 2007, empresas y minoristas podrán adquirir euromonederos, de los que se confeccionarán unos 40.000, por valor de 172 euros cada uno, repartidos en monedas de las distintas denominaciones para hacer frente a las necesidades inmediatas de efectivo tras el día €. Por otro lado, a partir de la misma fecha, el público podrá adquirir euromonederos más pequeños, de los que se confeccionarán 250.000, por valor de 17,09 euros cada uno.

En Malta, la distribución anticipada de billetes en euros se iniciará a finales de octubre/principios de noviembre del 2007. La distribución anticipada de monedas en euros acuñadas por la fábrica de moneda de París, también tras un procedimiento de licitación, comenzó a finales de septiembre del 2007. El 1 de diciembre de 2007 empezará la subdistribución anticipada de monedas en euros a empresas. A partir de esta fecha, las pequeñas empresas, y especialmente el comercio minorista, podrán adquirir euromonederos, por valor de 131 euros cada uno. El público podrá adquirir pequeños euromonederos por valor de 11,65 euros cada uno, a partir del 10 de diciembre de 2007.

**Gráfico 3 Número de billetes falsos retirados de la circulación**



Fuente: BCE.

En Chipre y Malta, los billetes y monedas en las antiguas monedas nacionales podrán canjearse en el banco central durante un período de diez y dos años respectivamente.

El artículo 52 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo dispone que el Consejo de Gobierno del BCE adopte las medidas necesarias para garantizar que los billetes denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable sean cambiados por los bancos centrales a sus respectivos valores de paridad. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el 24 de julio de 2006 una Orientación sobre el cambio de estos billetes. En relación con la introducción del euro en Chipre y Malta, los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro podrán cambiar billetes denominados en libras chipriotas y en liras maltesas por euros a su valor de paridad desde el 1 de enero hasta el 28 de febrero de 2008. Este servicio será gratuito. El importe máximo que se aceptará por persona, operación y día será de 1.000 euros. La lista de los BCN que podrán cambiar los billetes, con sus respectivos horarios de apertura, podrá consultarse en la dirección del BCE en Internet.

<sup>1</sup> «Distribución anticipada»: entrega de billetes y monedas en euros, por los BCN a las entidades de crédito, antes de la introducción del euro. «Subdistribución anticipada»: entrega, por las entidades de crédito a los minoristas y otras entidades, de billetes y monedas en euros distribuidos anticipadamente.

## 5 BILLETES FALSOS Y TÉCNICAS DE FALSIFICACIÓN

En los últimos cuatro años, el número total de falsificaciones retiradas de la circulación se ha mantenido en general estable, en una media de algo menos de 50.000 billetes al mes. El gráfico 3 muestra que, más recientemente, esta media ha descendido a unos 40.000 billetes al mes.

La eficacia de un sistema de disuasión de falsificaciones que impida captar y reproducir la imagen de un billete protegido, mediante el uso de ordenadores personales y de dispositivos de formación de imágenes digitales, ha influido de forma significativa en las técnicas de falsificación utilizadas a lo largo del tiempo. El Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones (CBCDG, en sus siglas en inglés), del que forma parte el BCE junto con otros bancos centrales de todo el mundo, tiene como objetivo promover la adopción voluntaria, por los fabricantes de *hardware* y *software*, de un sistema de disuasión de falsificaciones encaminado a impedir el uso de ordenadores personales, dispositivos de formación de imágenes digitales y *software* para la falsificación de billetes. Tras la puesta en circulación de los billetes en euros, en los primeros tiempos una elevada proporción de falsificaciones se llevaba a cabo utilizando impresoras láser y de inyección de tinta así como fotocopiadoras en color. Sin embargo, la eficaz labor del CBCDG ha hecho descender notablemente el número de falsificaciones realizadas con técnicas informáticas mientras que ha aumentado el número de falsificaciones efectuadas con técnicas tradicionales de impresión. En la actualidad, aproximadamente la mitad de los billetes falsos detectados y retirados de la circulación habían sido fabricados con me-

nos de diez fuentes claramente identificables de técnicas tradicionales de impresión.

## 6 PLANIFICACIÓN DE LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

El estado actual de las falsificaciones no requiere que se modifique la serie de billetes en euros en circulación. Sin embargo, para hacer frente a nuevas técnicas de falsificación y adelantarse siempre a los falsificadores, el BCE, al igual que otros bancos centrales, debe mejorar de forma permanente la resistencia de los billetes frente a la falsificación. Por este motivo, en abril del 2005 el Consejo de Gobierno aprobó el plan maestro para el desarrollo y la introducción de la segunda serie de billetes en euros. El plan maestro, que se fue ampliando y completando posteriormente, establece que el diseño de la segunda serie de billetes se basará en el tema «épocas y estilos» de la serie actual para que los nuevos billetes se reconozcan inmediatamente como billetes en euros. Asimismo, el plan prevé la emisión gradual y escalonada de las distintas denominaciones de la segunda serie, de las que al menos las primeras se pondrán en circulación de una en una. En el transcurso del 2005, el BCE recabó información sobre las necesidades funcionales y técnicas de los distintos grupos de usuarios de billetes a través de consultas y estudios entre el público. En esta fase inicial del proyecto, se realizó una selección de elementos de seguridad visuales y de elementos reconocibles por las máquinas. Esta selección servirá como base para elegir los elementos de seguridad definitivos. A lo largo del desarrollo de la segunda serie de billetes en euros, el BCE se mantendrá en contacto con las distintas partes interesadas (véase recuadro 1).

### Recuadro 1

#### AGENTES IMPLICADOS EN EL DESARROLLO DE LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

A la hora de desarrollar una nueva serie de billetes, el principal reto es garantizar que, por un lado, los nuevos billetes sean innovadores y difíciles de falsificar y, por otro, que sean fáciles de comprobar y que incorporen elementos de seguridad sencillos de explicar a los ciudadanos. Al mismo tiempo, los billetes en euros han de ser suficientemente resistentes al desgaste. Otro aspecto particularmente relevante para el desarrollo de los billetes en euros es la necesidad de asegurarse de que todas las imprentas (existen actualmente quince imprentas acreditadas para la producción de billetes en

euros) sean capaces de fabricar billetes con el mismo elevado nivel de calidad. Además, el Eurosistema deberá tener en cuenta las necesidades de las diferentes partes interesadas, de las que podrá tener conocimiento a través de consultas públicas y de reuniones con distintas asociaciones europeas, como el Consejo Europeo de Pagos, la Asociación Europea de Compañías de Transporte de Fondos, Eurocommerce, las asociaciones europeas de consumidores y la Unión Europea de Ciegos. Otros interesados son el sector de máquinas expendedoras y los gestores de centros comerciales de tratamiento de efectivo en los que se procesan grandes cantidades de billetes en euros y que han ido adquiriendo una importancia creciente con el tiempo, especialmente tras la aplicación del marco para el reciclaje de billetes, convirtiéndose en destacados participantes en el ciclo del efectivo. En consecuencia, el BCE se mantiene también en estrecho contacto con los fabricantes de estas máquinas y/o de sensores de billetes, a los que invitará, al igual que hizo con la primera serie de billetes en euros, a ajustar y comprobar sus equipos cuando estén disponibles los billetes de prueba fabricados de conformidad con las especificaciones finales.

A fin de poder seleccionar los elementos de seguridad más adecuados, se ha llevado a cabo un amplio programa de pruebas para determinar la viabilidad de la producción industrial de los distintos elementos y de la producción a gran escala de billetes con los elementos seleccionados. Al mismo tiempo, se ha recopilado información sobre distintos aspectos de los elementos de seguridad como resistencia a la falsificación, control de calidad, costes, derechos de propiedad intelectual, cadena de suministro, higiene, seguridad y medio ambiente. El proceso de validación industrial, en el que se comprobaron todos los aspectos de los posibles elementos de seguridad, ha llegado prácticamente a su fin.

Una vez seleccionados los elementos de seguridad, el programa de desarrollo entrará en la fase siguiente en la que se elegirá el diseño de la nueva serie de billetes en euros. El diseñador deberá afrontar el reto de integrar los elementos de seguridad seleccionados en un diseño atractivo para lograr un billete seguro y fácil de usar, es decir, que el diseño deberá incorporar unos elementos de seguridad que sean reconocibles a primera vista y que puedan describirse al público de una manera clara y sencilla. El BCE realizó varios estudios encaminados a obtener una orientación respecto al diseño de los billetes y a determinar cómo se puede mejorar la información al público sobre los billetes en euros (véase recuadro 2). Te-

niendo en cuenta estos estudios, el diseñador deberá preservar en la medida de lo posible los elementos gráficos de la serie actual a fin de que los billetes de la nueva serie puedan reconocerse claramente como billetes en euros. Así pues, en la nueva serie de billetes en euros se conservarán las puertas y ventanas, los puentes, la bandera europea y el mapa de Europa. El mapa que figura en el reverso de los billetes se modificará para representar la Unión Europea ampliada. A la elección del diseño seguirán el trabajo de preparación de originales<sup>2</sup>, requerido para producir los billetes de la segunda serie, y la elaboración del proyecto de las correspondientes especificaciones técnicas.

La última fase antes de la producción a gran escala será la realización de pruebas de producción industrial en algunas imprentas en las que todos los aspectos relacionados con este proceso se analizarán detenidamente. La producción a gran escala requerirá extensos preparativos en términos de posibles inversiones en maquinaria de impresión, implantación de nuevos requisitos de control de calidad y puesta en marcha de sistemas de seguimiento de la producción.

<sup>2</sup> «Preparación de originales»: proceso de preparación de imágenes de alta calidad y de transformación de los diseños en herramientas de producción, como planchas y formas de impresión, para las distintas fases de fabricación.



## Recuadro 2

**INFORMACIÓN AL CIUDADANO SOBRE LA INTRODUCCIÓN DE LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS**

Las encuestas cualitativas realizadas por el BCE sugieren que los usuarios de efectivo no suelen prestar mucha atención a los elementos de seguridad de los billetes en euros y que sólo están familiarizados con un número limitado de estos elementos. Un porcentaje muy reducido de encuestados conoce su nombre y es capaz de describir sus funcionalidades. En la mayor parte de los casos, sólo conocen los elementos de seguridad tradicionales, es decir, las propiedades táctiles, la marca de agua y el hilo de seguridad. Los resultados del estudio muestran que los ciudadanos confían en que el banco central emite billetes seguros por lo que apenas comprueban su autenticidad. Por otro lado, el público parece experimentar ciertas dificultades en localizar los elementos de seguridad en los billetes. Todo ello pone de relieve la importancia de informar permanentemente al ciudadano sobre los elementos de seguridad de los billetes. A tales efectos, será necesario elegir un diseño de fácil comprensión. En este contexto, el BCE ha sometido a la opinión pública los nuevos elementos de seguridad y diseños artísticos que podrían introducirse en la segunda serie de billetes en euros. Los resultados de este estudio cualitativo se tendrán en consideración durante el proceso de desarrollo de la segunda serie de billetes, a fin de preparar el terreno para una acogida favorable de los billetes en euros por parte del público.

En cuanto a la información sobre la actual serie de billetes este estudio cualitativo ha ayudado a elaborar un material informativo (folletos y medios electrónicos de comunicación) más fácil de entender, evitando el uso de términos técnicos en la descripción de los elementos de seguridad y proporcionando instrucciones sencillas para comprobar la autenticidad de los billetes.

Tras la puesta en circulación de la segunda serie de billetes en euros, la circulación de la primera serie disminuirá gradualmente hasta que, en algún momento, estos billetes dejarán prácticamente de usarse en las operaciones diarias en efectivo. En línea con las políticas seguidas por la mayor parte de los bancos centrales en relación con su moneda, el BCE informará al público con mucha antelación sobre las fechas en que los billetes en euros de la primera serie dejarán de ser de curso legal, es decir, cuándo dejarán de aceptarse como medio de pago, aunque podrán canjearse en los BCN sin límite de tiempo.

**7 CONCLUSIONES**

El crecimiento continuo de la circulación de billetes en euros indica que, pese al desarrollo de otros medios de pago, el efectivo en euros sigue ocupando un puesto importante. El Eurosistema está trabajando en la elaboración de medidas destinadas a incrementar la eficiencia del ciclo del efecti-

vo y, en su caso, a lograr una mayor integración de los sistemas nacionales de efectivo en la zona del euro. Debido a las marcadas diferencias que presentan los ciclos del efectivo entre los distintos países y participantes, este proceso será largo y complejo y exigirá ingentes esfuerzos y cuantiosas inversiones. Uno de los principales objetivos será alcanzar un mayor grado de convergencia en los servicios prestados por los BCN y en la calidad de los billetes en circulación. Al mismo tiempo, más que implantar ciclos del efectivo idénticos en todos los Estados miembros de la zona del euro, el Eurosistema aboga por hallar soluciones nacionales eficaces que tengan en cuenta los avances técnicos. Por otro lado, se está trabajando en una nueva serie de billetes en euros que mejore los elementos de seguridad existentes e incorpore elementos de seguridad nuevos, conservando un diseño similar al de la serie actual. Dado que el desarrollo de este proyecto requiere un tiempo considerable, se estima que la primera denominación de la nueva serie se pondrá en circulación dentro de unos años.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**





# ÍNDICE<sup>1</sup>

## 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	<b>S6</b>
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	<b>S7</b>
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	<b>S8</b>
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	<b>S9</b>

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

## 5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto: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.

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

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

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2007 se refieren a la Euro-13 (la zona del euro, que incluye Eslovenia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001 y el 2007, calculadas tomando como base los años 2000 y 2006, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia y de Eslovenia, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovenia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,86
2006 IV	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,6	3,59	3,86
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	15,9	3,82	4,08
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	17,5	4,07	4,42
III	.	.	.	-	.	.	4,49	4,48
2007 Abr	6,0	8,8	10,3	10,6	10,4	16,7	3,98	4,25
May	5,9	9,3	10,6	10,6	10,4	17,8	4,07	4,37
Jun	6,1	9,5	10,9	11,1	10,8	18,2	4,15	4,66
Jul	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	19,5	4,22	4,63
Ago	6,8	10,6	11,6	.	11,2	.	4,54	4,43
Sep	.	.	.	.	.	.	4,74	4,37

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	2,2	4,1	2,7	1,5	1,3	81,2	0,9	8,6
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	7,9
2007 I	1,9	2,9	2,3	3,2	3,8	84,6	1,7	7,2
II	1,9	2,4	2,4	2,5	2,6	84,5	1,7	7,0
III	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Abr	1,9	2,4	-	-	2,9	84,8	-	7,0
May	1,9	2,4	-	-	2,7	-	-	7,0
Jun	1,9	2,2	-	-	2,3	-	-	6,9
Jul	1,8	1,8	-	-	3,6	84,2	-	6,9
Ago	1,7	1,7	-	-	.	-	-	6,9
Sep	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,2	1,2441
2006	0,4	28,6	-158,8	263,5	325,8	103,6	104,5	1,2556
2006 IV	22,5	17,8	-59,4	120,4	325,8	104,6	105,4	1,2887
2007 I	2,8	7,6	-24,2	122,2	331,6	105,5	106,1	1,3106
II	-2,9	19,5	-82,9	90,6	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	.	.	.	.	.	107,6	108,2	1,3738
2007 Abr	-3,7	4,3	-24,5	15,6	330,0	107,1	107,8	1,3516
May	-12,1	4,2	-13,4	5,0	327,4	107,3	107,9	1,3511
Jun	12,9	11,0	-45,0	70,1	325,3	106,9	107,4	1,3419
Jul	4,1	7,9	2,7	33,9	328,8	107,6	108,1	1,3716
Ago	.	.	.	.	330,4	107,1	107,7	1,3622
Sep	.	.	.	.	.	108,2	108,9	1,3896

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





# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

### 1. Activo

	2007 7 septiembre	2007 14 septiembre	2007 21 septiembre	2007 28 septiembre
<b>Oro y derechos en oro</b>	171.940	171.902	171.868	186.233
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	144.749	145.388	147.045	141.973
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	25.156	23.871	23.219	23.907
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	15.891	16.255	14.750	16.098
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	446.286	534.036	420.612	455.216
Operaciones principales de financiación	256.001	269.001	155.001	190.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	190.001	264.999	264.999	265.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	279	19	611	215
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	5	17	1	1
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	11.099	11.346	12.805	13.276
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	94.853	94.678	94.537	95.415
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	37.145	37.148	37.148	37.122
<b>Otros activos</b>	260.264	264.683	267.599	281.156
<b>Total activo</b>	1.207.383	1.299.307	1.189.583	1.250.396

### 2. Pasivo

	2007 7 septiembre	2007 14 septiembre	2007 21 septiembre	2007 28 septiembre
<b>Billetes en circulación</b>	639.169	637.460	634.952	637.292
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	182.577	276.266	155.114	192.150
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	181.548	274.577	154.671	186.667
Facilidad de depósito	1.029	1.677	427	5.472
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	12	16	11
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	142	143	139	170
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	68.059	64.333	76.318	73.572
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	20.927	22.058	21.786	23.913
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	135	572	646	613
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	18.647	18.143	18.529	18.112
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.517	5.517	5.517	5.398
<b>Otros pasivos</b>	86.307	88.912	90.678	99.223
<b>Cuentas de revalorización</b>	117.010	117.010	117.010	131.060
<b>Capital y reservas</b>	68.893	68.893	68.894	68.893
<b>Total pasivo</b>	1.207.383	1.299.307	1.189.583	1.250.396

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas<sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo<sup>3)</sup>

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 <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2007 6 Jun	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	4,07	7
20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	4,07	7
27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	4,08	7
4 Jul	357.489	334	298.000	4,00	4,03	4,05	7
11	382.686	352	292.000	4,00	4,06	4,06	7
18	375.272	376	301.500	4,00	4,06	4,06	7
25	370.371	358	315.500	4,00	4,06	4,07	7
1 Ago	373.286	329	298.000	4,00	4,04	4,06	7
8	3 91.978	319	292.500	4,00	4,06	4,07	7
15	426.994	344	310.000	4,00	4,08	4,10	7
22	439.747	355	275.000	4,00	4,08	4,09	7
29	352.724	320	210.000	4,00	4,08	4,09	7
5 Sep	426.352	356	256.000	4,00	4,15	4,19	7
12	406.119	381	269.000	4,00	4,14	4,17	7
19	356.281	371	155.000	4,00	4,15	4,16	7
26	368.995	378	190.000	4,00	4,27	4,29	7
3 Oct	298.721	316	163.000	4,00	4,14	4,16	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 30 Nov	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 Dic	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 Feb	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 Mar	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 Abr	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
28 Jun	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91
26 Jul	78.703	144	50.000	-	4,20	4,20	98
24 Ago	125.787	146	40.000	-	4,49	4,61	91
30	119.755	168	50.000	-	4,56	4,62	91
13 Sep	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84

#### 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 <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 8 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
10 Oct	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
12 Dic	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
2007 13 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1
17 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1
14 May	Captación de depósitos a plazo fijo	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1
12 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	12.960	11	6.000	3,75	-	-	-	1
10 Jul	Operaciones temporales	17.385	18	2.500	-	4,00	4,06	4,07	1
9 Ago	Operaciones temporales	94.841	49	94.841	4,00	-	-	-	1
10	Operaciones temporales	110.035	62	61.050	-	4,00	4,05	4,08	3
13	Operaciones temporales	84.452	59	47.665	-	4,00	4,06	4,07	1
14	Operaciones temporales	45.967	41	7.700	-	4,00	4,07	4,07	1
6 Sep	Operaciones temporales	90.895	46	42.245	-	4,00	4,06	4,13	1
11	Captación de depósitos a plazo fijo	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8
2007 Abr	16.456,1	8.764,2	677,6	2.021,0	1.387,2	3.606,1
May	16.718,7	8.886,3	701,9	2.044,3	1.439,8	3.646,4
Jun	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1
Jul	16.770,1	8.956,1	694,0	2.037,2	1.392,1	3.690,7

#### 2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 I	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
II	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
2007 10 Jul	188,3	189,6	1,2	0,0	4,06
7 Ago	191,3	192,0	0,7	0,0	4,06
11 Sep	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
9 Oct <sup>(e)</sup>	192,5	.	.	.	.

#### 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 <sup>2)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 I	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
2007 17 Abr	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7
14 May	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8
12 Jun	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
10 Jul	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2
7 Ago	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1
11 Sep	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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
<b>Eurosistema</b>														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 I	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
2007 Abr	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
May	1.629,8	724,7	18,1	0,6	705,9	248,1	213,5	2,1	32,5	-	17,8	354,0	15,3	269,8
Jun	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
Jul	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
Ago <sup>(3)</sup>	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 I	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
2007 Abr	27.479,0	15.500,4	802,3	9.526,0	5.172,2	3.671,1	1.258,8	706,3	1.706,0	96,9	1.314,3	4.802,2	199,6	1.894,5
May	27.847,8	15.613,6	797,8	9.600,2	5.215,7	3.746,4	1.291,6	733,9	1.720,9	95,0	1.352,8	4.901,2	200,6	1.938,1
Jun	28.062,4	15.778,7	798,1	9.711,6	5.268,9	3.763,6	1.284,4	758,2	1.721,0	96,1	1.277,0	4.872,5	201,5	2.073,1
Jul	28.139,0	15.880,2	799,7	9.809,5	5.271,0	3.773,7	1.257,3	775,5	1.740,9	97,1	1.260,0	4.927,3	198,1	2.002,7
Ago <sup>(3)</sup>	28.163,3	15.965,5	793,2	9.848,0	5.324,3	3.743,3	1.228,1	780,8	1.734,4	95,5	1.247,9	4.915,9	198,2	1.997,0

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	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
<b>Eurosistema</b>											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 I	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
2007 Abr	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
May	1.629,8	644,9	482,3	47,2	21,3	413,8	-	0,1	211,4	42,5	248,6
Jun	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
Jul	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
Ago <sup>(3)</sup>	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 I	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
2007 Abr	27.479,0	-	13.693,8	131,6	8.111,4	5.450,8	779,2	4.447,9	1.546,8	4.407,7	2.603,6
May	27.847,8	-	13.850,8	152,6	8.177,2	5.521,0	797,5	4.502,3	1.547,6	4.519,8	2.629,7
Jun	28.062,4	-	14.029,5	170,2	8.278,0	5.581,3	795,6	4.521,2	1.554,9	4.450,4	2.710,8
Jul	28.139,0	-	14.039,8	126,0	8.325,0	5.588,9	809,7	4.548,1	1.571,8	4.496,7	2.672,9
Ago <sup>(3)</sup>	28.163,3	-	14.047,5	120,2	8.323,0	5.604,3	801,7	4.575,8	1.572,4	4.537,7	2.628,3

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.
- 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».
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 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 euro<sup>1)</sup>**

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

**1. Activo**

	Total 1	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones/ y particip. emitidas por residentes en la zona del euro 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
<b>Saldos vivos</b>											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
2007 Abr	20.919,1	10.348,0	821,4	9.526,6	2.177,5	1.469,0	708,5	916,8	5.157,9	214,9	2.104,0
May	21.217,6	10.416,7	815,9	9.600,8	2.241,1	1.505,1	736,0	928,0	5.255,2	215,9	2.160,7
Jun	21.398,4	10.528,1	815,9	9.712,2	2.258,0	1.497,6	760,4	880,4	5.226,6	216,9	2.288,4
Jul	21.461,0	10.627,6	817,5	9.810,1	2.251,8	1.474,1	777,7	865,5	5.284,8	213,7	2.217,6
Ago <sup>(e)</sup>	21.452,0	10.659,6	810,9	9.848,6	2.228,5	1.445,5	783,0	853,8	5.276,5	213,9	2.219,8
<b>Operaciones</b>											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	1.998,2	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	802,0	6,4	203,5
2007 I	884,7	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
2007 Abr	307,1	92,5	0,4	92,1	3,7	-17,0	20,7	57,0	151,4	1,0	1,6
May	269,8	69,4	-5,5	74,9	60,5	36,4	24,1	6,3	77,3	1,0	55,3
Jun	197,0	119,0	-0,4	119,4	19,8	-5,7	25,5	-46,8	-20,7	1,0	124,8
Jul	90,7	102,3	1,5	100,8	-5,9	-23,9	18,1	-11,1	79,6	-3,3	-71,0
Ago <sup>(e)</sup>	-12,2	32,3	-6,5	38,8	-24,4	-30,3	5,8	-10,1	-12,1	0,1	2,0

**2. Pasivo**

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup> 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones <sup>3)</sup> 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	157,9	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 I	20.649,7	588,4	183,8	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
2007 Abr	20.919,1	594,7	173,6	8.131,2	682,3	2.710,9	1.345,1	4.450,8	2.838,5	-8,0
May	21.217,6	597,6	199,8	8.198,6	702,5	2.749,0	1.316,4	4.562,2	2.878,4	13,2
Jun	21.398,4	604,9	221,4	8.301,3	699,6	2.766,0	1.347,4	4.501,3	2.956,4	0,0
Jul	21.461,0	612,9	179,3	8.346,7	712,6	2.771,9	1.369,3	4.540,6	2.917,7	9,9
Ago <sup>(e)</sup>	21.452,0	610,5	173,1	8.340,5	706,1	2.805,0	1.373,0	4.584,6	2.878,8	-19,6
<b>Operaciones</b>										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	1.998,2	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,3	601,6	253,4	45,4
2007 I	884,7	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	39,0	292,5	196,8	6,9
2007 Abr	307,1	6,3	-10,2	57,5	18,0	19,0	-4,0	191,2	46,6	-17,4
May	269,8	2,8	26,2	65,1	15,6	32,3	-28,3	91,6	45,4	19,0
Jun	197,0	7,3	21,6	102,2	-2,6	17,5	35,4	-57,1	78,8	-6,0
Jul	90,7	8,0	-42,7	47,8	13,7	9,7	22,0	58,0	-39,5	13,9
Ago <sup>(e)</sup>	-12,2	-2,3	-6,2	-7,2	-6,9	32,3	4,6	40,7	-36,9	-30,2

Fuente: BCE.

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

2) 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 monetarias<sup>1)</sup>

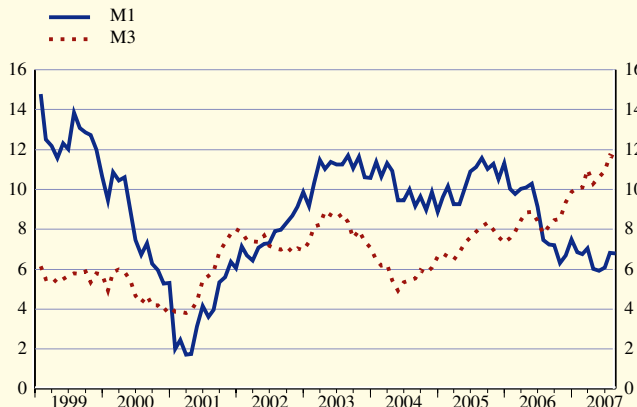
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios<sup>2)</sup> y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	Saldos vivos											
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2	
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	632,9	
2007 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	766,4	
2007 Abr	3.740,1	3.106,4	6.846,5	1.190,3	8.036,9	-	5.634,6	2.277,1	11.095,8	9.516,8	731,5	
May	3.768,7	3.127,9	6.896,6	1.217,3	8.113,9	-	5.653,3	2.313,9	11.212,4	9.592,8	726,6	
Jun	3.784,4	3.170,8	6.955,2	1.227,7	8.183,0	-	5.723,1	2.300,4	11.321,0	9.683,5	720,4	
Jul	3.804,9	3.228,6	7.033,5	1.236,1	8.269,6	-	5.766,7	2.285,9	11.434,6	9.782,6	740,6	
Ago <sup>(e)</sup>	3.827,7	3.273,2	7.100,9	1.243,2	8.344,1	-	5.800,0	2.265,2	11.552,1	9.888,0	692,1	
Operaciones												
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1	
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2	
2007 I	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	141,4	
2007 Abr	-5,5	43,9	38,4	1,1	39,5	-	35,0	-22,5	122,9	79,2	-32,9	
May	27,9	20,6	48,4	21,4	69,9	-	13,8	37,0	109,4	76,8	-5,0	
Jun	14,6	43,7	58,3	8,9	67,2	-	75,2	-12,1	118,4	98,6	-2,1	
Jul	21,2	58,9	80,1	8,8	88,9	-	48,2	-15,0	121,1	102,0	22,9	
Ago <sup>(e)</sup>	22,4	44,3	66,8	8,9	75,7	-	30,8	-22,4	120,1	105,7	-48,9	
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1	
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2	
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,2	-4,9	10,9	10,6	341,2	
2007 Abr	6,0	12,4	8,8	19,4	10,3	10,6	9,1	-5,6	10,8	10,4	315,8	
May	5,9	13,6	9,3	18,6	10,6	10,6	8,7	-3,1	11,1	10,4	297,5	
Jun	6,1	13,9	9,5	19,8	10,9	11,1	9,3	-3,6	11,5	10,8	262,2	
Jul	6,8	15,0	10,4	19,5	11,7	11,4	9,3	-3,7	11,6	11,0	279,6	
Ago <sup>(e)</sup>	6,8	15,3	10,6	17,8	11,6	.	9,4	-4,2	11,8	11,2	246,6	

### C1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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



### 2.3 Estadísticas monetarias<sup>1)</sup>

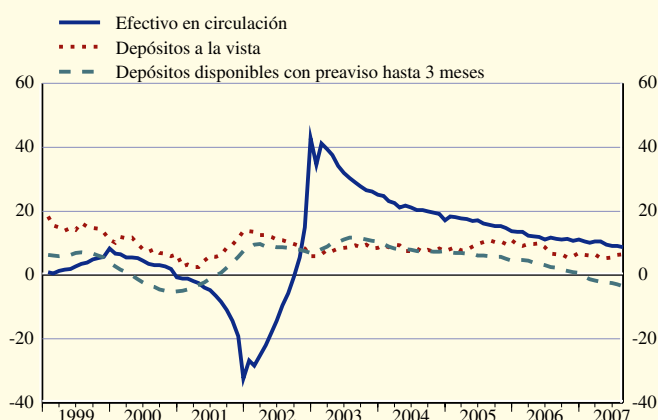
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

## 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 de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,6	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
2007 Abr	597,4	3.142,7	1.573,3	1.533,0	271,6	676,3	242,4	2.467,7	108,7	1.707,3	1.351,0
May	597,8	3.170,9	1.595,6	1.532,3	270,5	691,8	255,0	2.488,9	108,6	1.729,1	1.326,7
Jun	599,2	3.185,3	1.645,0	1.525,8	285,0	701,0	241,8	2.516,3	109,4	1.749,1	1.348,3
Jul	604,7	3.200,2	1.709,4	1.519,2	291,2	704,8	240,1	2.525,7	110,7	1.764,7	1.365,6
Ago <sup>(e)</sup>	608,2	3.219,5	1.761,8	1.511,4	287,5	695,4	260,3	2.547,9	111,1	1.769,4	1.371,6
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,7
2007 Abr	5,3	-10,8	47,6	-3,6	-8,6	8,4	1,4	17,1	1,0	11,8	5,1
May	0,4	27,5	21,3	-0,8	-1,1	10,9	11,6	16,4	-0,1	21,3	-23,9
Jun	1,3	13,3	49,5	-5,8	13,0	9,5	-13,6	28,3	0,9	20,2	25,9
Jul	5,5	15,7	65,5	-6,6	6,3	4,4	-1,9	13,4	1,2	16,2	17,4
Ago <sup>(e)</sup>	3,6	18,9	52,1	-7,8	-3,8	-9,8	22,6	19,1	0,5	4,4	6,9
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
2007 Abr	10,5	5,2	31,2	-2,0	13,5	13,2	52,4	10,8	20,4	8,8	5,7
May	9,6	5,3	34,7	-2,3	10,3	13,8	48,0	10,7	18,4	9,1	3,9
Jun	9,2	5,5	35,0	-2,5	14,5	14,5	48,6	11,0	17,6	9,6	5,5
Jul	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,5	14,4	46,8	10,8	17,0	9,9	5,4
Ago <sup>(e)</sup>	8,7	6,4	38,5	-3,5	11,4	12,8	44,2	10,9	15,4	9,6	6,2

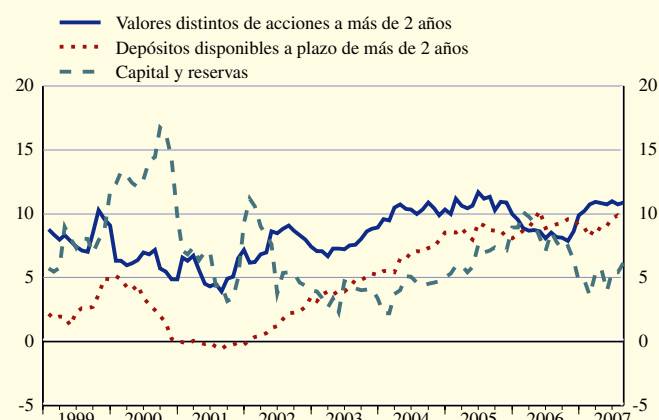
### C3 Componentes de los agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo<sup>1)</sup>

(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<sup>1),2)</sup>

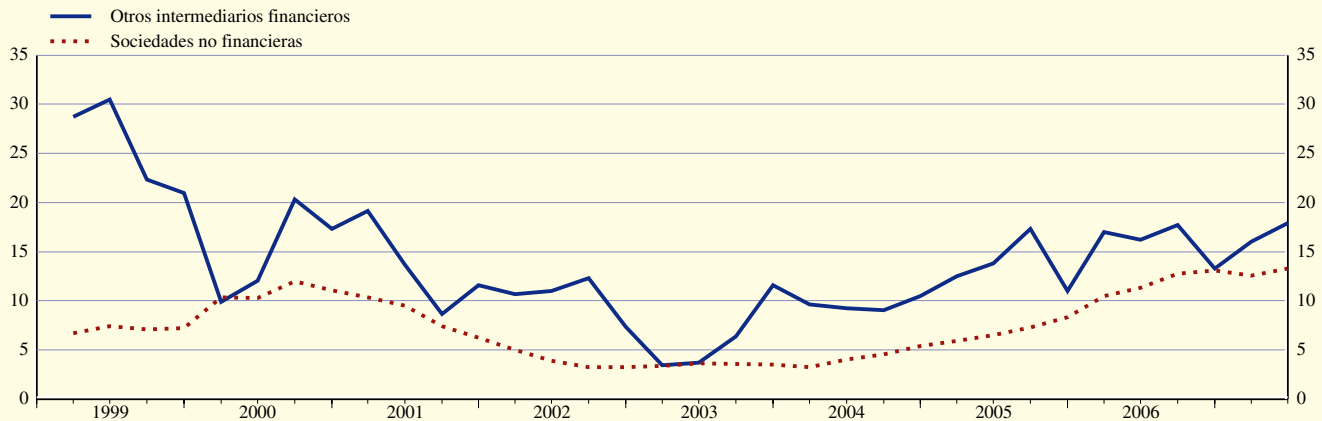
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

### 1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras<sup>3)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>4)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	
<b>Saldos vivos</b>								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 I	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,4	1.172,1	738,8	2.046,5
2007 Abr	105,6	79,4	794,5	502,5	3.998,4	1.188,7	749,4	2.060,3
May	109,0	82,4	789,0	492,3	4.047,4	1.196,8	765,3	2.085,4
Jun	110,4	83,5	802,5	502,6	4.107,2	1.225,3	775,5	2.106,4
Jul	111,5	84,7	813,1	505,3	4.168,7	1.241,9	791,8	2.135,0
Ago <sup>(e)</sup>	110,6	85,4	820,3	506,3	4.187,2	1.233,2	801,8	2.152,2
<b>Operaciones</b>								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 I	15,8	16,6	71,1	67,9	105,6	31,2	29,5	44,9
2007 Abr	7,2	7,8	22,0	15,1	44,1	17,7	11,2	15,1
May	3,3	2,9	-5,8	-10,8	49,4	7,9	16,5	25,1
Jun	1,5	1,1	13,2	9,8	66,8	34,2	10,7	21,9
Jul	1,2	1,2	11,8	3,9	62,2	16,5	16,3	29,4
Ago <sup>(e)</sup>	-0,9	0,8	8,1	1,6	17,9	-9,5	10,1	17,3
<b>Tasas de crecimiento</b>								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Mar	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
2007 Abr	20,2	26,7	16,3	18,2	12,4	9,4	18,9	11,9
May	25,5	33,9	14,5	14,2	12,8	10,3	19,4	12,0
Jun	30,6	40,6	17,9	20,4	13,3	11,3	19,8	12,1
Jul	24,0	31,9	20,5	24,2	13,6	11,5	19,4	12,8
Ago <sup>(e)</sup>	27,9	39,9	19,6	22,2	14,2	13,2	20,2	12,7

### C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras<sup>2)</sup>

(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<sup>1), 2)</sup>

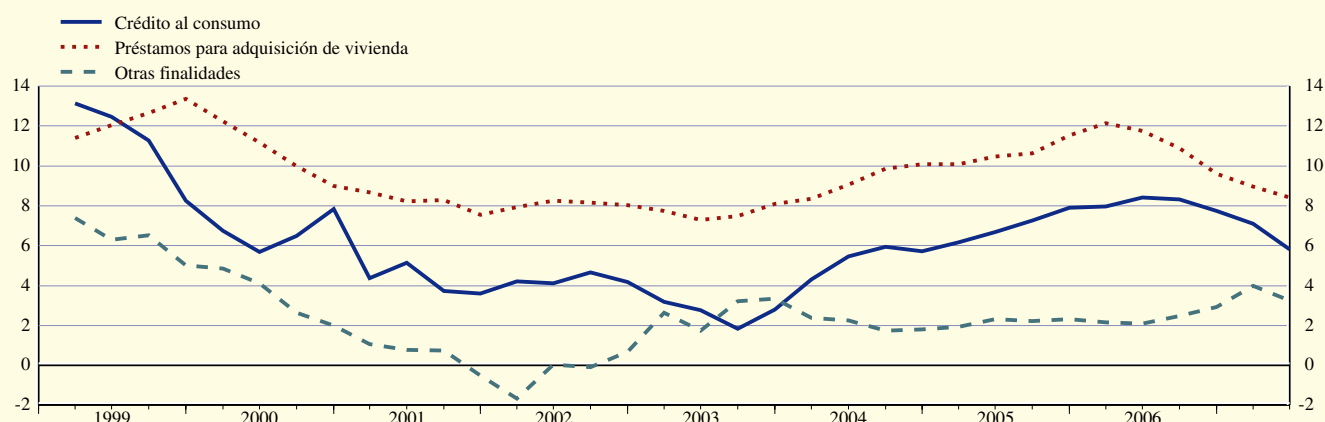
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 2. Préstamos a hogares<sup>3)</sup>

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 I	4.610,6	590,2	132,0	202,4	255,8	3.272,0	16,1	71,9	3.184,0	748,4	147,5	102,4	498,4
2007 Abr	4.627,6	593,7	133,3	202,2	258,2	3.286,3	15,7	71,9	3.198,6	747,6	146,4	102,7	498,4
May	4.654,8	595,7	133,0	203,5	259,2	3.311,7	15,9	72,2	3.223,6	747,4	145,2	102,6	499,6
Jun	4.691,5	601,8	134,9	205,1	261,8	3.337,0	16,3	72,1	3.248,6	752,7	150,1	103,9	498,6
Jul	4.716,2	606,0	136,0	205,5	264,5	3.359,5	15,7	72,4	3.271,4	750,8	146,3	104,5	500,0
Ago <sup>(e)</sup>	4.729,8	605,5	135,0	204,9	265,6	3.374,1	15,7	72,6	3.285,7	750,3	144,1	104,6	501,6
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 I	69,8	2,1	-3,2	-0,6	5,9	58,9	0,6	0,2	58,1	8,8	0,7	0,7	7,4
2007 Abr	18,8	4,1	1,4	-0,1	2,8	15,1	-0,4	0,0	15,5	-0,4	-1,0	0,4	0,2
May	28,0	2,3	-0,2	1,3	1,2	25,4	0,1	0,3	25,0	0,3	-1,2	0,2	1,3
Jun	38,0	6,6	2,0	1,8	2,8	25,7	0,4	-0,1	25,4	5,7	4,9	1,4	-0,7
Jul	25,7	4,2	1,2	0,4	2,5	22,9	-0,2	0,4	22,8	-1,4	-3,7	0,6	1,7
Ago <sup>(e)</sup>	13,8	-0,4	-0,9	-0,7	1,2	14,5	0,1	0,2	14,2	-0,3	-2,2	0,2	1,7
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Mar	7,9	7,1	5,8	1,5	12,8	9,0	13,6	6,4	9,0	4,0	1,7	4,1	4,6
2007 Abr	7,6	7,0	6,1	0,8	12,9	8,6	12,2	6,5	8,6	3,8	1,1	5,1	4,3
May	7,4	6,0	4,2	0,3	11,9	8,6	12,9	6,2	8,6	3,6	1,3	4,9	4,0
Jun	7,2	5,8	4,5	0,8	10,8	8,4	10,3	3,8	8,5	3,2	0,5	5,5	3,7
Jul	7,0	5,8	4,8	0,8	10,7	8,1	8,8	3,6	8,2	3,2	0,5	5,9	3,5
Ago <sup>(e)</sup>	7,0	5,7	4,8	0,7	10,4	8,1	9,2	3,8	8,2	3,3	-0,1	5,9	3,7

### C6 Préstamos a hogares<sup>2)</sup>

(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<sup>1),2)</sup>

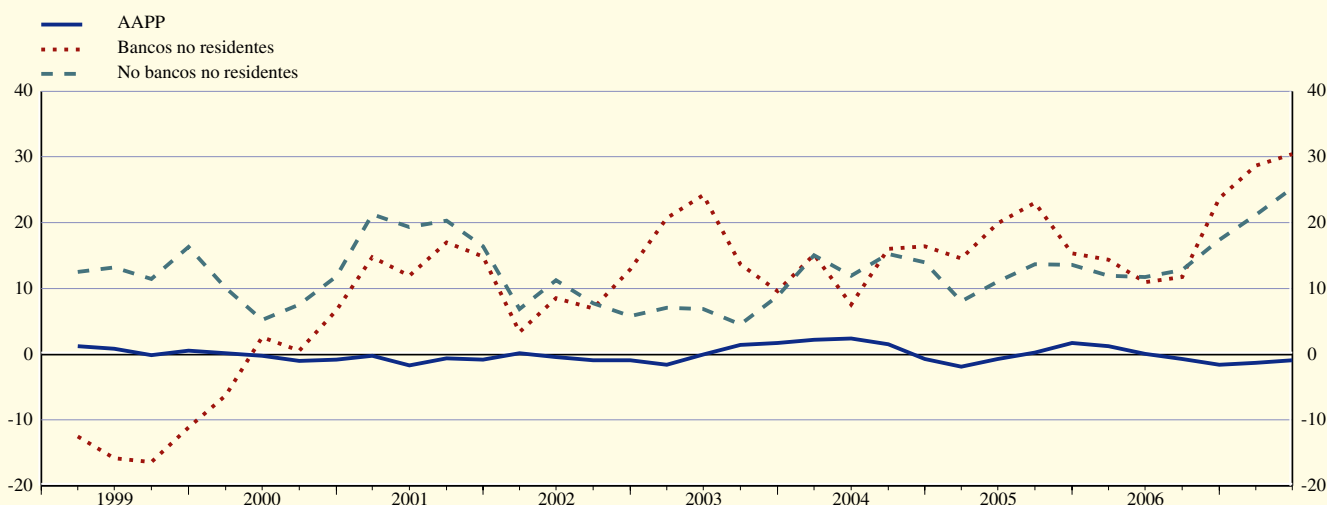
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 II	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
III	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
IV	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
II <sup>(p)</sup>	798,1	96,6	218,8	449,9	32,8	3.282,2	2.338,9	943,3	60,6	882,7
<b>Operaciones</b>										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
III	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
IV	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	224,8	172,7	52,1	-2,7	54,8
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
II <sup>(p)</sup>	-3,5	-0,9	-5,5	1,2	1,7	131,2	84,3	47,0	0,6	46,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Jun	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-4,2	19,5
2007 Mar	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-4,4	23,5
Jun <sup>(p)</sup>	-0,9	-6,9	-5,9	2,9	2,5	28,9	30,4	25,3	-8,7	28,5

### C7 Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro<sup>2)</sup>

(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<sup>1),2)</sup>

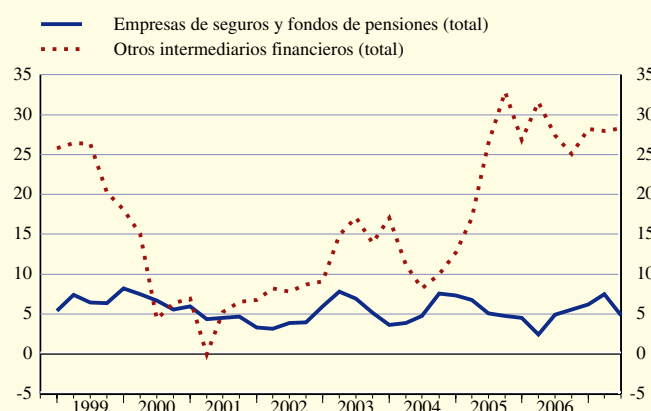
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	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	
<b>Saldos vivos</b>														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
2007 Abr	666,2	70,2	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.277,9	307,2	276,8	530,5	11,3	0,3	151,8
May	659,4	65,5	60,1	508,7	0,9	1,2	23,0	1.304,4	315,6	274,3	551,1	11,4	0,3	151,7
Jun	656,4	65,1	58,0	512,2	0,8	1,2	19,1	1.346,8	320,5	288,1	571,8	11,5	0,2	154,6
Jul <sup>(p)</sup>	670,9	72,8	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,8	321,0	292,5	589,0	13,4	0,3	153,6
Ago <sup>(e)</sup>	665,5	61,5	68,5	512,8	0,8	1,1	20,8	1.362,6	300,6	300,5	590,8	11,8	0,2	158,5
<b>Operaciones</b>														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
2007 Abr	7,0	-2,6	4,9	3,3	-0,1	0,0	1,5	15,8	-10,7	10,0	15,6	0,0	0,0	0,8
May	-6,8	-4,7	-3,1	2,5	-0,1	0,0	-1,4	25,3	8,1	-3,0	20,2	0,1	0,0	0,0
Jun	-3,0	-0,4	-2,2	3,4	0,0	0,0	-3,9	41,2	5,1	14,0	20,8	0,0	0,0	1,4
Jul <sup>(p)</sup>	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,7	24,3	0,8	4,8	17,7	1,9	0,0	-1,0
Ago <sup>(e)</sup>	-5,4	-11,3	7,3	-1,2	-0,1	-0,1	0,0	-7,5	-20,6	8,0	1,8	-1,6	-0,1	4,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Mar	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-14,3	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
2007 Abr	6,0	2,9	25,5	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	23,3	9,9	25,5	38,0	8,5	-	7,2
May	6,1	-1,6	31,0	5,7	-19,9	-14,6	-10,2	25,8	13,3	33,1	39,5	-2,1	-	4,3
Jun	4,8	-5,5	21,0	5,7	-20,5	-13,6	-13,7	28,2	13,3	35,6	41,4	5,9	-	10,5
Jul <sup>(p)</sup>	5,9	10,9	18,0	5,2	-11,7	-10,1	-16,6	31,9	19,9	38,4	42,6	36,0	-	12,5
Ago <sup>(e)</sup>	4,6	-0,7	31,8	4,2	-21,3	270,4	-27,7	31,2	15,0	40,5	42,9	25,4	-	12,8

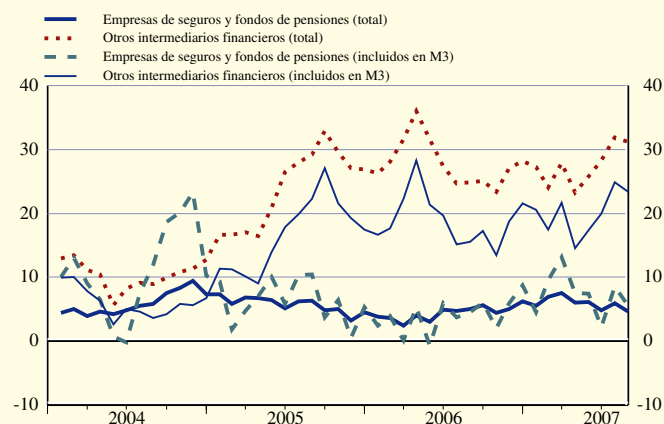
### C8 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector<sup>2)</sup>

(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<sup>1), 2)</sup>

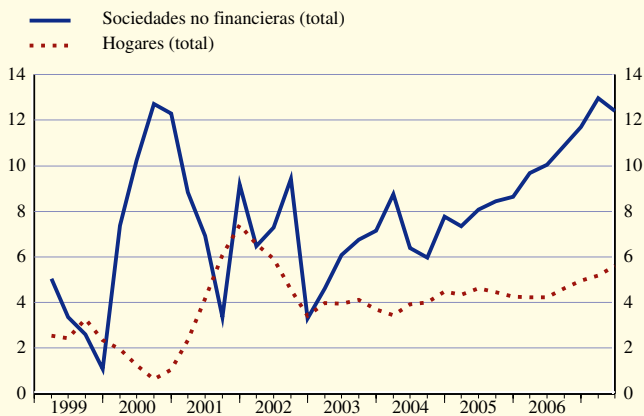
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos</b>														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 I	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
2007 Abr	1.348,8	833,3	382,8	68,9	37,9	1,3	24,5	4.616,5	1.746,3	765,1	587,0	1.336,5	105,7	76,0
May	1.370,9	844,4	392,0	68,6	37,7	1,3	26,9	4.631,6	1.749,5	783,2	581,2	1.333,4	105,5	78,8
Jun	1.386,0	861,4	392,4	68,5	36,1	1,3	26,4	4.678,4	1.785,8	802,3	577,2	1.329,3	106,2	77,7
Jul	1.384,3	840,8	413,7	68,0	34,7	1,5	25,6	4.680,2	1.766,5	832,9	572,4	1.319,0	106,8	82,6
Ago <sup>4)</sup>	1.392,8	828,8	435,9	68,2	31,9	1,5	26,6	4.679,1	1.740,1	860,4	569,0	1.315,4	107,2	87,0
<b>Operaciones</b>														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 I	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
2007 Abr	1,3	1,0	4,2	0,2	-1,5	0,0	-2,6	27,9	19,0	20,8	-6,1	-5,6	0,3	-0,4
May	21,6	10,8	8,9	-0,4	-0,2	0,0	2,4	14,8	3,1	17,9	-5,9	-3,0	-0,2	2,8
Jun	15,2	17,1	0,4	-0,1	-1,7	0,0	-0,5	47,2	36,3	19,2	-3,9	-4,2	0,7	-1,0
Jul	-1,0	-20,3	21,7	-0,4	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
Ago <sup>4)</sup>	8,3	-12,1	22,1	0,2	-2,9	0,0	1,0	-1,6	-26,4	27,4	-3,6	-3,6	0,4	4,4
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Mar	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
2007 Abr	11,7	11,1	21,0	-3,1	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4
May	11,7	9,4	25,5	-4,0	-17,8	-36,2	10,7	5,3	2,5	39,0	-6,0	-2,2	20,2	39,1
Jun	12,4	10,0	26,2	-4,5	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
Jul	12,8	8,6	32,0	-4,0	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,1	18,4	31,1
Ago <sup>4)</sup>	12,3	7,8	32,8	-3,8	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1

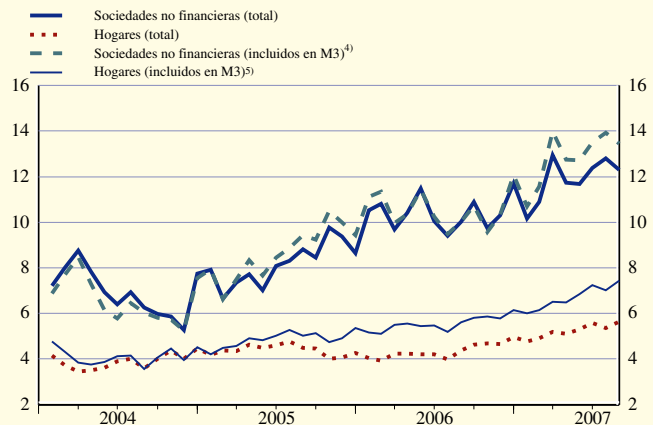
### C10 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector<sup>2)</sup>

(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<sup>1), 2)</sup>

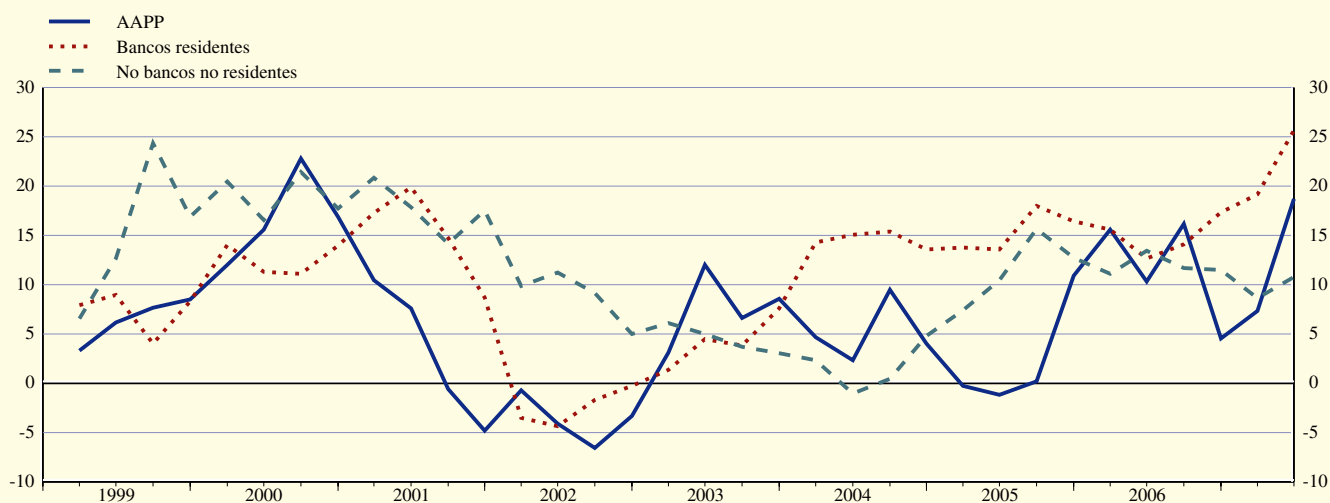
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,4	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 II	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
III	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
IV	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II <sup>(p)</sup>	380,7	170,2	43,8	95,2	71,5	3.820,0	2.903,4	916,6	136,7	780,0
<b>Operaciones</b>										
2004	11,0	2,7	1,8	2,7	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
IV	-6,7	-24,0	3,8	6,1	7,4	100,7	105,7	-5,0	-4,8	-0,2
2007 I	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	3,6	15,8
II <sup>(p)</sup>	42,9	31,2	1,8	6,3	3,6	176,2	140,7	35,5	4,3	31,2
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,3	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Jun	10,3	2,7	13,0	18,8	17,5	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
Dic	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	2,2	13,2
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	3,1	9,6
Jun <sup>(p)</sup>	18,7	22,2	10,6	12,1	25,5	21,7	25,6	10,8	6,4	11,6

### C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro<sup>2)</sup>

(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.



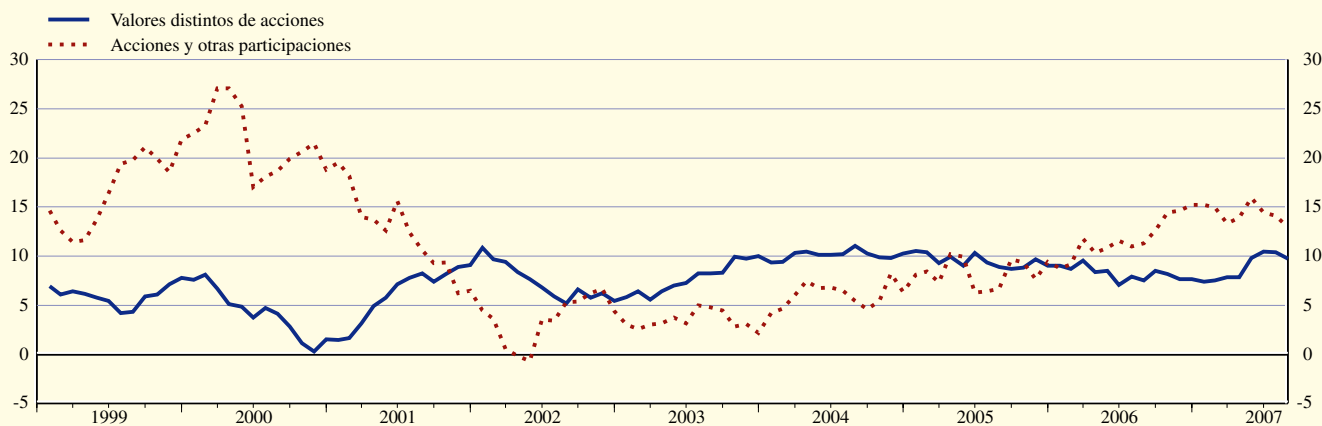
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1), 2)</sup>

(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	
<b>Saldos vivos</b>												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 I	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
2007 Abr	4.863,2	1.629,4	76,6	1.243,4	15,4	672,0	34,4	1.192,1	1.654,0	410,8	903,6	339,7
May	4.984,0	1.641,8	79,1	1.275,8	15,8	699,1	34,8	1.237,6	1.703,7	438,2	914,6	351,0
Jun	5.005,7	1.641,2	79,7	1.268,8	15,6	724,0	34,2	1.242,2	1.623,6	409,9	867,1	346,5
Jul	5.044,6	1.652,1	88,8	1.241,9	15,4	739,6	35,9	1.270,9	1.607,3	407,5	852,5	347,3
Ago <sup>(e)</sup>	5.003,3	1.650,8	83,5	1.212,9	15,2	745,9	34,9	1.260,1	1.586,7	407,1	840,7	338,8
<b>Operaciones</b>												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
2007 Abr	33,0	13,4	1,4	-22,7	0,2	19,8	0,9	20,2	72,6	9,2	57,0	6,4
May	109,7	15,7	0,5	31,5	0,3	24,2	-0,1	37,7	42,7	27,3	6,4	9,1
Jun	24,5	0,2	0,6	-6,2	-0,1	26,0	-0,6	4,6	-79,7	-28,0	-46,9	-4,8
Jul	46,4	9,9	9,4	-26,7	-0,2	16,0	2,1	35,8	-11,7	-2,0	-11,2	1,5
Ago <sup>(e)</sup>	-42,2	-2,1	-5,4	-29,9	-0,3	6,9	-1,0	-10,4	-17,1	0,2	-10,2	-7,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
2007 Abr	7,9	8,4	15,8	-11,7	-4,1	22,6	36,6	25,9	13,9	20,7	6,6	28,6
May	9,8	7,6	19,9	-8,1	-2,6	24,9	39,0	28,8	16,0	22,6	8,0	32,2
Jun	10,5	8,8	26,1	-8,6	-7,1	27,5	43,8	28,7	14,4	18,6	7,5	30,1
Jul	10,4	8,5	33,4	-9,3	-7,8	27,8	47,5	27,9	14,1	19,6	5,8	32,5
Ago <sup>(e)</sup>	9,7	7,7	26,0	-9,8	-10,5	29,3	39,9	25,9	13,0	18,5	5,2	29,3

## C13 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>2)</sup>

(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<sup>(1),2)</sup>

(mm de euros)

### 1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares<sup>3)</sup>

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 I	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
2007 Abr	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
May	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,3	-0,2
Jun	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,4
Jul	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Ago <sup>(e)</sup>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 I	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
2007 Abr	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
May	-1,4	-0,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,0	-0,7
Jun	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	-0,4
Jul	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Ago <sup>(e)</sup>	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0

### 3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

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

Fuente: BCE.

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

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

3) 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<sup>1) 2)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 II	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
III	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
IV	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II <sup>(p)</sup>	5.581,3	90,5	9,5	5,7	0,4	1,3	1,2	8.448,3	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 II	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
III	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
IV	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II <sup>(p)</sup>	2.903,4	45,1	54,9	34,5	2,6	2,5	11,9	916,6	51,0	49,0	32,6	1,3	1,9	9,2

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 II	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
III	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
IV	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II <sup>(p)</sup>	4.794,8	80,2	19,8	10,1	1,6	1,9	3,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1) 2)</sup>

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

3. Préstamos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 II	4.730,2	-	-	-	-	-	9.591,3	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5	
III	4.790,9	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6	
IV	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II <sup>(p)</sup>	5.268,9	-	-	-	-	-	10.509,7	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,6	
A no residentes en la zona del euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 II	1.839,9	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
III	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
IV	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II <sup>(p)</sup>	2.338,9	50,0	50,0	28,6	2,1	2,4	11,8	943,3	39,7	60,3	43,1	1,1	3,8	8,0

4. Valores distintos de acciones

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 II	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
III	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
IV	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II <sup>(p)</sup>	1.721,0	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,5	2.042,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 II	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,7	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
III	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
IV	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
II <sup>(p)</sup>	581,8	52,0	48,0	28,4	0,7	0,5	14,6	660,3	37,8	62,2	37,2	4,2	0,7	15,0

Fuente: BCE.

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

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2005 IV	4.791,4	291,5	1.848,4	109,6	1.738,8	1.684,7	505,3	176,1	285,4
2006 I	5.199,6	316,0	1.905,5	139,9	1.765,6	1.898,2	569,3	177,3	333,3
II	5.138,0	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,3
III	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
IV	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 I <sup>(p)</sup>	5.714,7	333,0	2.030,8	180,3	1.850,5	2.069,1	718,0	188,9	374,9

### 2. Pasivo

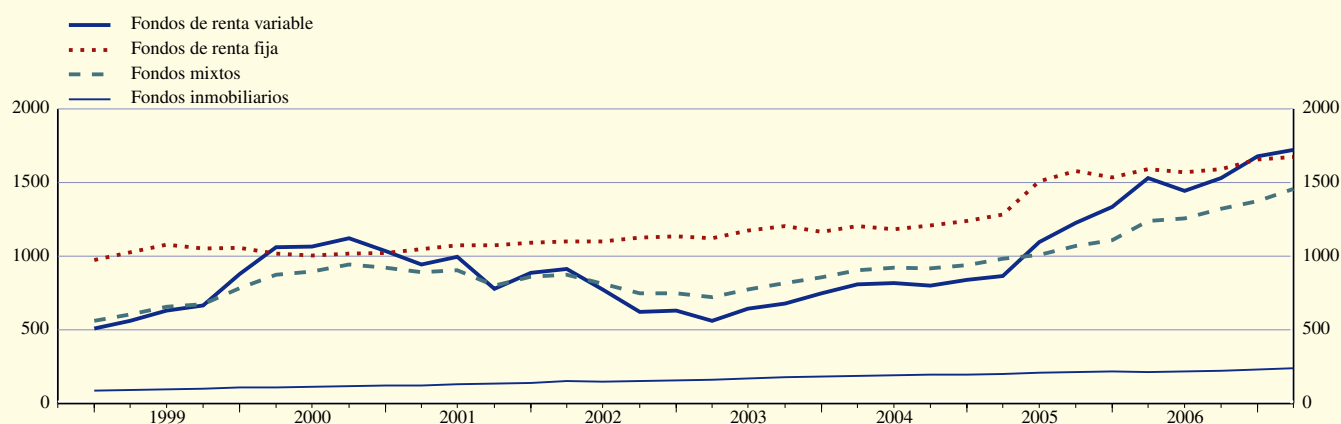
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2005 IV	4.791,4	61,8	4.519,0	210,5
2006 I	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
II	5.138,0	76,4	4.789,6	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I <sup>(p)</sup>	5.714,7	81,6	5.350,2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

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

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

## CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

**1. Fondos según su política de inversión**

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

**2. Fondos según el tipo de inversor**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2005 IV	3.661,3	242,9	1.277,9	1.372,7	381,1	150,1	236,7
2006 I	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
II	3.913,3	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,6
III	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
IV	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 I <sup>(p)</sup>	4.376,0	275,3	1.420,5	1.694,0	528,6	155,6	302,0
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
2005 IV	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 I	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 I <sup>(p)</sup>	1.338,8	57,7	610,3	375,1	189,3	33,3	73,0

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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



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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

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

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 I</b>								
<b>Balance inicial, pasivos</b>								
Pasivos totales		5.409,2	21.609,4	20.073,1	9.326,3	6.066,9	6.712,9	11.894,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	12.151,6	210,8	3,9	345,6	2.345,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			267,6	325,2	70,2	0,1	560,7	194,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			425,5	2.500,6	1.251,7	26,1	4.357,0	2.307,5
Préstamos		5.021,3	6.250,1		1.260,5	155,8	1.075,5	2.207,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.709,8	4.214,2		610,8	79,6	944,1	.
Acciones y otras participaciones			12.070,1	3.209,7	6.311,3	656,3	4,8	4.390,6
Acciones cotizadas			4.458,0	1.056,0	299,1	320,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.612,1	1.215,3	867,8	335,5	4,8	.
Participaciones en fondos de inversión				938,4	5.144,4			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	325,8	53,3	0,5	4.967,7	0,6	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		355,2	2.270,3	1.832,7	221,2	257,1	368,8	449,3
<i>Patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-1.139,6	11.509,3	-8.200,9	-357,7	44,8	-111,0	-4.024,2	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones con pasivos		93,4	244,0	802,0	231,7	99,0	85,2	648,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	413,6	3,8	0,0	-7,4	271,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			15,9	33,2	-2,7	-0,1	49,3	29,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			-4,8	97,2	81,2	0,0	38,5	94,4
Préstamos		75,1	143,2		37,1	19,4	7,0	148,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		77,1	93,9		-0,3	1,5	-20,3	.
Acciones y otras participaciones			59,7	77,9	104,9	3,1	0,0	76,1
Acciones cotizadas			6,9	5,2	8,3	0,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			52,8	-0,6	8,3	2,6	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				73,2	88,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	1,0	0,6	-0,1	77,2	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		18,3	28,9	179,5	7,6	-0,6	-2,2	27,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	2,2	63,6	-49,7	37,4	-0,6	1,9	-50,4	-2,2
<b>Cuenta de otras variaciones de los pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		10,6	396,0	65,3	44,6	17,6	-20,3	18,5
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-5,2	0,1	0,0	0,0	-35,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,3	-1,4	0,0	0,0	2,6	0,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			2,8	-4,2	-1,5	-0,1	-30,5	2,6
Préstamos		7,0	29,7		4,3	-2,5	-2,9	14,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5,7	17,4		1,6	-0,7	-3,1	.
Acciones y otras participaciones			354,5	72,4	64,4	14,0	0,1	24,2
Acciones cotizadas			197,1	38,9	36,1	7,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			157,4	35,7	-2,6	6,8	0,1	.
Participaciones en fondos de inversión				-2,3	30,9			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		3,6	8,6	3,7	-22,7	4,5	10,4	11,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-42,6	153,7	-232,0	-38,8	30,0	5,0	39,6	47,1
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		5.513,2	22.249,3	20.940,4	9.602,6	6.183,6	6.777,7	12.561,7
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	12.560,0	214,7	3,9	338,2	2.582,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			283,9	357,1	67,5	0,1	612,6	224,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			423,6	2.593,5	1.331,3	26,1	4.364,9	2.404,5
Préstamos		5.103,4	6.422,9		1.302,0	172,6	1.079,5	2.371,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.792,6	4.325,5		612,1	80,4	920,7	.
Acciones y otras participaciones			12.484,3	3.360,0	6.480,6	673,4	4,9	4.490,8
Acciones cotizadas			4.662,0	1.100,2	343,5	328,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.822,3	1.250,5	873,5	344,9	4,9	.
Participaciones en fondos de inversión				1.009,3	5.263,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	326,8	53,9	0,4	5.046,6	0,6	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		377,1	2.307,8	2.015,9	206,1	261,0	377,1	489,0
<i>Patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-1.180,0	11.726,5	-8.482,6	-359,1	74,3	-104,1	-4.035,0	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

**3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)**  
(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.690,0	6.950,5	7.159,9	7.230,3	7.294,6	7.377,1	7.468,8	7.559,2
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	760,9	796,6	838,0	857,5	873,7	884,1	902,6	922,5
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	7.450,8	7.747,1	7.997,9	8.087,8	8.168,2	8.261,2	8.371,4	8.481,6
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.847,6	1.943,6	1.991,1	2.017,7	2.028,6	2.060,2	2.110,6	2.147,0
Remuneración de los asalariados	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,6	933,3	980,7	999,3	1.017,7	1.028,7	1.043,4	1.060,3
Renta de la propiedad	2.240,6	2.306,8	2.509,6	2.579,6	2.671,6	2.750,9	2.849,4	2.943,3
Intereses	1.234,5	1.206,7	1.285,7	1.334,4	1.392,8	1.465,9	1.536,6	1.600,4
Otra renta de la propiedad	1.006,1	1.100,1	1.223,9	1.245,2	1.278,8	1.285,0	1.312,9	1.342,9
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	6.356,9	6.628,4	6.830,7	6.909,2	6.986,5	7.074,5	7.179,6	7.273,9
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,9	951,9	977,1	996,0	1.028,1	1.039,6
Cotizaciones sociales	1.387,2	1.426,5	1.468,3	1.482,7	1.498,6	1.514,9	1.529,1	1.540,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,2	1.445,0	1.486,5	1.498,1	1.508,8	1.519,2	1.530,2	1.536,6
Otras transferencias corrientes	593,6	611,3	622,9	620,5	620,6	620,7	620,5	624,8
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,4	178,1	177,2	176,0	175,3	174,1	174,8
Derechos de seguros no vida	171,3	173,6	175,7	174,9	173,5	172,8	171,7	172,2
Otras	247,7	261,3	269,0	268,4	271,1	272,7	274,7	277,8
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	6.286,8	6.551,1	6.745,5	6.825,4	6.902,8	6.988,8	7.091,7	7.188,2
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,9	58,5	60,4	60,6	61,0	61,3	61,5	62,5
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	442,2	496,8	469,2	485,6	501,1	530,3	572,9	609,5
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.074,5	1.121,3	1.172,2	1.183,2	1.195,5	1.207,9	1.219,3	1.232,5
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	193,5	181,3	186,7	174,4	169,3	182,9	199,1	201,6
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2	22,8
Otras transferencias de capital	157,6	151,5	162,7	150,0	145,7	160,6	176,9	178,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

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

### 3.3 Hogares

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

	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	3.664,3	3.769,5	3.871,3	3.903,4	3.942,6	3.980,7	4.014,8	4.057,0
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.231,3	1.284,9	1.330,3	1.346,0	1.363,7	1.383,0	1.407,7	1.429,3
Intereses, recursos (+)	237,8	228,8	226,5	229,4	234,9	242,3	250,0	257,0
Intereses, empleos (-)	123,4	123,2	126,3	129,7	135,3	143,6	151,2	159,3
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	611,3	642,7	691,7	703,9	713,9	717,4	723,4	730,0
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,5	706,7	739,6	750,7	764,5	772,1	789,8	796,4
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,4	1.423,7	1.464,7	1.479,0	1.494,7	1.511,0	1.525,2	1.536,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,4	1.440,0	1.481,3	1.492,8	1.503,3	1.513,7	1.524,7	1.531,0
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	65,0	69,2	69,1	68,1	66,9	68,8	71,9
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>4.987,2</b>	<b>5.168,2</b>	<b>5.330,5</b>	<b>5.375,9</b>	<b>5.422,8</b>	<b>5.468,1</b>	<b>5.513,8</b>	<b>5.574,3</b>
Gasto en consumo final (-)	4.306,6	4.461,6	4.621,9	4.670,3	4.714,6	4.755,5	4.799,1	4.843,1
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,6	58,1	60,0	60,1	60,6	60,8	61,1	62,0
= <b>Ahorro bruto</b>	<b>735,2</b>	<b>764,6</b>	<b>768,7</b>	<b>765,8</b>	<b>768,7</b>	<b>773,4</b>	<b>775,8</b>	<b>793,3</b>
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Transferencias de capital netas (+)	12,6	19,0	20,8	18,4	17,3	23,4	25,2	24,8
Otras variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup> (+)	229,2	285,9	617,7	712,0	499,0	351,1	447,5	326,7
= <b>Variaciones del patrimonio neto<sup>1)</sup></b>	<b>689,0</b>	<b>766,2</b>	<b>1.089,2</b>	<b>1.175,0</b>	<b>960,6</b>	<b>820,2</b>	<b>917,8</b>	<b>810,5</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	482,3	512,0	537,1	549,1	559,2	573,4	586,8	601,6
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,0	321,1	324,4	327,7	330,7	334,3
Inversión financiera (+)								
<i>de los cuales depósitos de M3<sup>2)</sup></i>	220,6	246,0	239,2	245,8	250,2	270,4	282,4	277,8
Efectivo y depósitos	166,1	168,5	207,7	214,5	215,7	226,1	242,1	251,6
Valores distintos de acciones, corto plazo	-34,5	6,6	-19,0	-2,1	3,8	13,0	16,3	20,1
Valores distintos de acciones, largo plazo	23,9	71,1	30,0	37,7	39,1	83,0	72,2	49,2
Acciones y otras participaciones	89,8	-18,6	128,8	85,4	46,0	-9,6	-23,5	-2,3
Acciones cotizadas	29,5	-51,1	9,1	-24,6	-24,9	-35,1	-14,9	-3,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-19,0	36,8	61,0	66,8	44,0	36,0	17,1	34,1
Participaciones en fondos de inversión	79,3	-4,3	58,7	43,3	26,9	-10,5	-25,7	-32,7
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	14,4	-19,4	-10,1	-11,5	-9,0	-10,0	-4,9	1,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	231,0	251,2	298,2	309,1	298,1	294,5	272,2	255,2
Financiación (-)								
Préstamos	262,8	312,2	388,7	418,1	417,4	414,8	404,5	391,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	345,4	336,9
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	266,9	240,8	507,5	606,2	420,7	310,5	396,2	299,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	29,0	58,2	135,9	115,1	63,4	44,9	34,8	16,8
Otros flujos netos (+)	-69,2	14,6	-61,7	-32,2	22,0	-17,5	15,6	17,7
= <b>Variaciones del patrimonio neto<sup>1)</sup></b>	<b>689,0</b>	<b>766,2</b>	<b>1.089,2</b>	<b>1.175,0</b>	<b>960,6</b>	<b>820,2</b>	<b>917,8</b>	<b>810,5</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	4.569,8	4.807,4	5.053,3	5.075,0	5.166,8	5.197,2	5.333,8	5.349,3
<i>de los cuales depósitos de M3<sup>2)</sup></i>	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.813,3	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0
Valores distintos de acciones, corto plazo	25,5	33,0	14,7	25,9	33,5	36,7	30,3	43,8
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.292,6	1.350,9	1.372,1	1.415,6	1.413,6	1.435,5	1.431,5	1.458,2
Acciones y otras participaciones	3.695,2	3.917,5	4.553,8	4.802,0	4.681,7	4.797,1	4.926,5	5.099,4
Acciones cotizadas	797,0	849,5	1.039,0	1.140,9	1.071,1	1.154,1	1.213,0	1.254,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	1.415,3	1.575,9	1.877,6	1.987,7	1.984,6	2.017,5	2.067,7	2.190,8
Participaciones en fondos de inversión	1.483,0	1.492,1	1.637,2	1.673,4	1.626,0	1.625,5	1.645,8	1.654,5
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	263,8	249,0	235,3	213,4	216,0	211,1	186,4	195,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.850,3	4.284,4	4.383,1	4.423,2	4.509,7	4.591,4	4.655,1
Otros activos netos	184,8	218,0	174,3	169,6	192,6	192,3	217,1	224,2
Pasivos (-)								
Préstamos	3.960,3	4.276,8	4.650,8	4.733,1	4.839,1	4.920,5	5.021,3	5.103,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.537,7	4.611,3
= <b>Riqueza financiera neta</b>	<b>9.348,6</b>	<b>9.900,2</b>	<b>10.801,8</b>	<b>11.138,1</b>	<b>11.072,4</b>	<b>11.248,1</b>	<b>11.509,3</b>	<b>11.726,5</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de otras variaciones de los activos no financieros, como por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.

2) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los hogares que forman parte de M3 (véase el glosario).

### 3.4 Sociedades no financieras

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

	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.781,5	3.928,2	4.034,5	4.075,7	4.106,6	4.155,2	4.217,1	4.269,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.304,5	2.371,7	2.430,2	2.450,5	2.475,1	2.499,1	2.524,7	2.554,0
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	59,1	66,4	72,4	72,1	74,1	74,4	73,2	71,9
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.417,9	1.490,0	1.531,9	1.553,1	1.557,4	1.581,7	1.619,2	1.643,5
Consumo de capital fijo (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	809,3	857,3	870,5	886,0	883,4	900,5	931,2	947,9
Renta de la propiedad, recursos (+)	318,0	363,4	410,3	423,1	433,5	445,9	461,9	471,6
Intereses, recursos	124,2	118,4	125,1	131,0	137,5	145,0	151,2	154,5
Otra renta de la propiedad, recursos	193,8	244,9	285,2	292,1	296,0	300,9	310,7	317,1
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,0	226,0	233,6	240,0	247,3	257,2	267,8	278,6
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	899,3	994,6	1.047,2	1.069,0	1.069,5	1.089,2	1.125,4	1.140,9
Renta distribuida (-)	690,6	748,3	828,6	843,2	858,6	861,7	881,0	896,1
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	116,7	131,6	147,4	150,1	156,8	166,7	180,4	186,5
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,5	73,6	74,0	73,9	74,1	74,3	74,5	75,1
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,9	60,5	62,0	62,0	62,1	62,3	62,3	62,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	43,1	48,3	47,9	45,6	46,1	46,3	45,6	45,4
Variaciones del patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensiones (-)	13,0	12,8	11,8	11,9	12,0	12,1	12,1	12,1
= <b>Ahorro neto</b>	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	167,5	190,0	206,0	230,6	239,8	255,1	260,3	269,1
Formación bruta de capital fijo (+)	775,3	815,0	850,9	866,8	882,5	897,2	919,3	940,8
Consumo de capital fijo (-)	608,7	632,8	661,3	667,2	674,0	681,2	688,0	695,7
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	0,9	7,8	16,5	31,0	31,3	39,1	29,1	24,0
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	115,2	83,5	152,6	161,0	168,8	164,3	175,2	188,2
de los cuales depósitos de M3 <sup>1)</sup>	63,0	73,8	99,3	103,9	108,9	116,8	138,5	157,7
Valores distintos de acciones	-33,5	-56,9	-20,4	-4,6	13,9	-0,7	22,1	3,8
Préstamos	141,6	61,0	138,5	99,8	104,5	108,5	129,2	156,9
Acciones y otras participaciones	176,8	177,7	162,3	179,1	228,0	191,0	206,7	233,0
Otros activos netos (+)	7,2	70,4	31,3	90,6	119,5	163,4	169,9	139,1
Financiación (-)								
Deuda	294,9	216,1	403,0	467,6	576,6	630,5	657,1	670,8
Préstamos	217,2	196,0	395,0	462,4	555,8	593,1	605,5	618,6
de los cuales, de IFM de la zona del euro	102,8	163,9	262,7	334,2	371,8	422,7	446,2	442,7
Valores distintos de acciones	62,6	6,7	-4,6	-7,6	8,6	25,4	39,6	42,1
Reservas de los fondos de pensiones	15,0	13,5	12,6	12,7	12,2	12,0	12,0	10,0
Acciones y otras participaciones	185,3	188,6	184,9	209,0	238,6	171,6	207,3	222,1
Acciones cotizadas	19,1	11,9	101,3	96,1	113,5	39,7	32,4	41,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	166,1	176,7	83,6	112,9	125,1	131,9	174,9	181,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	45,0	54,3	58,9	49,8	51,4	65,2	80,5	83,7
= <b>Ahorro neto</b>	49,5	66,7	23,6	30,1	7,9	14,4	18,5	13,5
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Efectivo y depósitos	1.194,2	1.262,2	1.417,4	1.428,8	1.472,2	1.512,8	1.577,0	1.604,2
de los cuales depósitos de M3 <sup>1)</sup>	984,2	1.042,9	1.147,3	1.131,9	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5
Valores distintos de acciones	395,9	310,4	285,9	297,1	307,7	296,0	301,0	295,4
Préstamos	1.337,8	1.389,5	1.524,3	1.544,2	1.577,6	1.608,0	1.676,6	1.717,5
Acciones y otras participaciones	4.842,9	5.340,7	6.250,1	6.696,2	6.611,0	6.905,4	7.243,9	7.489,0
Otros activos netos (+)	281,0	316,8	288,2	316,5	358,5	350,6	339,7	352,9
Pasivos								
Deuda	6.068,3	6.237,2	6.646,2	6.802,7	7.003,0	7.127,2	7.269,0	7.457,2
Préstamos	5.151,3	5.268,4	5.667,8	5.816,8	5.997,2	6.116,0	6.250,1	6.422,9
de los cuales, de IFM de la zona del euro	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,4	3.640,2	3.731,6	3.844,5	3.957,0
Valores distintos de acciones	628,6	667,5	664,6	669,1	686,3	688,7	693,1	707,4
Reservas de los fondos de pensiones	288,5	301,2	313,8	316,8	319,5	322,6	325,8	326,8
Acciones y otras participaciones	8.077,7	8.977,0	10.468,5	11.207,0	11.016,2	11.364,5	12.070,1	12.484,3
Acciones cotizadas	2.732,2	2.987,3	3.681,2	4.088,5	3.947,3	4.091,8	4.458,0	4.662,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.345,1	5.989,7	6.787,2	7.118,5	7.068,8	7.272,7	7.612,1	7.822,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a las sociedades no financieras que forman parte de M3 (véase el glosario).



### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2003	2004	2005	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
Inversión financiera (+)	29,9	49,8	27,4	16,6	38,2	49,6	68,5	85,1
Efectivo y depósitos	7,0	12,4	7,0	0,1	7,8	8,2	12,4	17,9
<i>de los cuales depósitos de M3<sup>1)</sup></i>	10,8	22,6	21,3	15,2	0,2	-8,8	-0,5	11,9
Valores distintos de acciones, corto plazo	140,7	132,6	140,7	135,0	133,2	137,7	129,0	133,5
Valores distintos de acciones, largo plazo	11,7	6,6	-7,8	8,1	15,4	18,1	13,5	-4,7
Préstamos	59,0	46,3	120,3	141,1	139,4	146,7	133,0	103,2
Acciones y otras participaciones	9,5	14,0	21,4	17,8	17,0	16,1	18,3	12,8
Acciones cotizadas	5,2	-1,0	14,1	17,3	22,5	27,8	25,0	23,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	44,3	33,3	84,9	106,1	99,9	102,7	89,7	66,7
Participaciones en fondos de inversión	6,8	3,3	-0,8	-0,7	-4,0	-5,3	2,6	3,6
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	-2,4	12,4	23,8	17,5	6,5	3,2	-5,2	8,2
Otros activos netos (+)								
Financiación (-)	5,0	-1,8	0,1	-0,5	-0,4	-0,4	4,1	4,0
Valores distintos de acciones	12,3	4,6	9,5	22,5	23,9	32,6	27,8	26,9
Préstamos	11,4	12,7	10,4	10,1	9,3	12,5	7,9	10,6
Acciones y otras participaciones	237,0	261,2	331,0	339,8	329,7	328,0	306,9	295,5
Reservas técnicas de seguro	210,3	229,5	289,8	303,5	293,5	288,4	263,7	249,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	41,2	36,3	36,2	39,6	43,2	45,7
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones</b>	<b>-16,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>-25,2</b>	<b>-38,4</b>	<b>-29,6</b>	<b>-26,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>0,2</b>
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
Otras variaciones de los activos financieros (+)	107,2	109,4	200,8	231,0	125,3	121,1	183,8	149,4
Acciones y otras participaciones								
Otros activos netos	-10,2	161,1	42,2	22,7	-17,3	3,7	-46,5	-52,4
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	98,2	20,6	118,2	129,5	88,6	91,6	56,3	42,1
Reservas técnicas de seguro	33,7	85,2	145,6	118,7	68,7	53,9	48,5	32,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	34,2	65,4	151,6	126,0	69,4	53,7	47,7	29,8
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-5,9	-7,4	-0,8	0,2	0,8	2,4
<b>= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto</b>	<b>-34,9</b>	<b>164,8</b>	<b>-20,8</b>	<b>5,6</b>	<b>-49,2</b>	<b>-20,6</b>	<b>32,5</b>	<b>22,6</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	580,0	630,7	661,1	671,2	685,8	705,3	730,4	757,0
<i>de los cuales depósitos de M3<sup>1)</sup></i>	121,1	132,6	141,6	136,9	139,7	143,3	153,4	154,7
Valores distintos de acciones, corto plazo	69,2	205,8	212,8	215,8	214,0	214,1	212,7	227,6
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.488,4	1.659,9	1.820,3	1.834,7	1.851,6	1.916,0	1.903,8	1.929,7
Préstamos	364,1	359,4	356,8	369,1	370,9	370,9	361,6	351,2
Acciones y otras participaciones	1.530,1	1.685,8	2.006,9	2.126,3	2.100,9	2.209,5	2.323,6	2.378,9
Acciones cotizadas	526,0	574,7	698,2	734,5	705,8	754,2	820,4	841,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	305,7	336,3	395,8	421,9	423,6	438,7	462,6	471,3
Participaciones en fondos de inversión	698,4	774,8	912,8	969,9	971,5	1.016,6	1.040,7	1.065,8
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	65,8	69,0	83,4	83,1	87,2	87,5	87,3	89,7
Otros activos netos (+)	89,7	109,7	161,2	164,9	162,1	166,9	162,8	170,1
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	23,4	21,9	22,0	22,1	22,3	23,0	26,3	26,1
Préstamos	125,8	119,2	127,7	147,3	151,9	161,6	155,8	172,6
Acciones y otras participaciones	430,2	463,5	592,0	620,7	585,4	636,3	656,3	673,4
Reservas técnicas de seguro	3.789,4	4.135,7	4.612,3	4.718,9	4.772,1	4.873,0	4.967,7	5.046,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,5	4.089,4	4.175,8	4.256,2	4.322,1
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	667,5	676,4	682,8	697,3	711,5	724,5
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>-247,3</b>	<b>-88,9</b>	<b>-135,0</b>	<b>-127,0</b>	<b>-146,4</b>	<b>-111,4</b>	<b>-111,0</b>	<b>-104,1</b>

Fuente: BCE.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los empresas de seguros y fondos de pensiones que forman parte de M3 (véase el glosario).



## MERCADOS FINANCIEROS

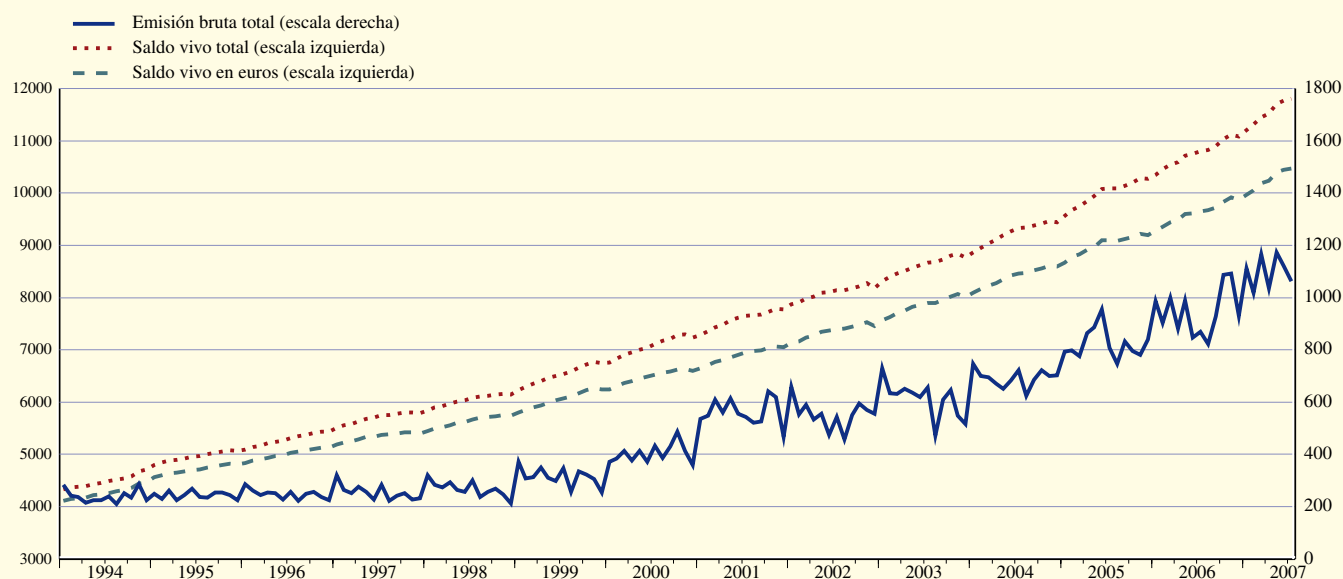
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			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 <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2006 Jul	11.370,8	883,9	17,4	9.652,5	820,2	33,5	10.799,3	868,2	43,6	7,0	56,5	6,8
Ago	11.403,2	837,9	31,9	9.674,1	780,0	21,1	10.829,1	822,8	24,6	7,2	74,2	7,0
Sep	11.523,8	1.004,1	120,2	9.724,6	882,0	50,2	10.897,8	927,9	57,0	7,3	63,0	6,9
Oct	11.619,3	1.106,3	93,3	9.828,0	1.023,0	101,6	11.033,2	1.086,0	122,2	7,9	112,6	8,0
Nov	11.757,8	1.134,6	137,7	9.919,5	1.036,6	90,8	11.124,5	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2
Dic	11.733,7	977,0	-25,0	9.864,7	885,1	-56,1	11.079,7	929,8	-60,1	7,9	51,6	8,6
2007 Ene	11.832,9	1.145,7	99,2	9.962,1	1.052,1	97,5	11.206,9	1.111,7	116,1	7,9	74,6	8,9
Feb	11.936,3	1.038,2	103,5	10.052,1	951,8	90,2	11.316,6	1.017,9	117,0	8,1	88,3	9,1
Mar	12.162,1	1.251,8	224,6	10.183,1	1.112,8	129,7	11.453,3	1.165,4	135,9	8,4	101,6	9,8
Abr	12.184,2	1.039,0	21,7	10.237,7	980,7	54,2	11.518,5	1.035,5	71,4	8,4	62,4	8,8
May	12.397,5	1.215,7	214,2	10.398,8	1.113,2	161,9	11.706,5	1.174,0	183,2	8,8	137,3	9,5
Jun	12.525,6	1.217,3	128,0	10.439,7	1.064,9	40,9	11.764,2	1.121,1	54,9	9,0	49,1	9,4
Jul	.	.	.	10.472,3	1.001,5	31,6	11.810,6	1.063,0	48,7	9,0	64,2	9,1
<b>A largo plazo</b>												
2006 Jul	10.364,5	193,1	38,8	8.758,7	158,8	24,7	9.769,6	177,7	36,0	7,1	54,0	7,0
Ago	10.380,9	90,5	16,6	8.770,0	71,6	11,5	9.787,8	88,3	21,1	7,5	66,3	7,3
Sep	10.474,6	218,5	94,0	8.824,9	156,7	55,2	9.857,2	175,7	62,9	7,5	57,7	7,2
Oct	10.575,8	224,8	98,8	8.895,3	173,9	68,4	9.949,8	206,5	86,1	8,1	94,6	8,2
Nov	10.710,8	226,0	134,2	8.989,9	167,2	93,9	10.043,3	193,4	108,6	8,3	93,8	8,9
Dic	10.732,0	171,3	18,5	9.008,7	132,8	15,8	10.070,0	152,9	13,1	8,1	59,4	9,0
2007 Ene	10.808,7	231,3	76,5	9.059,2	176,6	50,5	10.141,5	200,4	61,6	8,1	67,6	9,2
Feb	10.901,5	230,9	92,9	9.135,7	183,1	76,6	10.231,7	216,7	98,1	8,3	75,9	9,4
Mar	11.033,0	271,5	131,5	9.226,0	206,5	90,1	10.325,0	227,3	95,2	8,4	72,1	9,6
Abr	11.073,7	180,9	40,4	9.256,6	154,5	30,3	10.361,6	176,1	44,0	8,4	52,0	8,6
May	11.260,2	265,8	188,1	9.391,7	198,1	136,7	10.516,8	223,7	151,3	8,9	107,6	8,8
Jun	11.358,2	256,3	96,6	9.453,4	187,7	60,4	10.594,2	214,1	73,8	8,7	43,8	8,5
Jul	.	.	.	9.468,2	160,8	14,6	10.620,4	185,9	28,0	8,6	49,0	8,0

### 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	
<b>Total</b>												
2005	10.270	4.122	926	612	4.327	283	9.875	6.988	325	1.032	1.435	95
2006	11.080	4.566	1.156	645	4.408	305	11.334	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 III	10.898	4.448	1.063	636	4.452	298	2.619	1.928	79	265	329	18
IV	11.080	4.566	1.156	645	4.408	305	3.109	2.365	144	336	241	23
2007 I	11.453	4.762	1.236	657	4.489	309	3.295	2.446	126	285	415	23
II	11.764	4.871	1.291	693	4.601	308	3.331	2.359	113	452	389	18
2007 Abr	11.519	4.811	1.231	666	4.501	310	1.036	749	29	133	119	7
May	11.706	4.873	1.272	678	4.574	308	1.174	825	50	156	138	5
Jun	11.764	4.871	1.291	693	4.601	308	1.121	785	34	163	132	6
Jul	11.811	4.905	1.319	702	4.577	307	1.063	747	44	151	115	6
<b>A corto plazo</b>												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	60	1.023	686	31
2006 III	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
IV	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
II	1.170	627	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
2007 Abr	1.157	638	12	113	389	5	859	659	5	124	68	3
May	1.190	652	12	120	401	5	950	727	3	144	73	3
Jun	1.170	627	11	120	407	5	907	686	5	145	69	3
Jul	1.190	642	10	128	406	5	877	669	3	142	60	3
<b>Total a largo plazo <sup>1)</sup></b>												
2005	9.324	3.639	919	522	3.966	278	2.078	942	280	89	706	61
2006	10.070	3.996	1.144	551	4.079	301	2.159	1.002	355	95	653	54
2006 III	9.857	3.887	1.051	540	4.085	294	442	196	63	16	158	9
IV	10.070	3.996	1.144	551	4.079	301	553	279	130	31	97	16
2007 I	10.325	4.141	1.224	551	4.105	304	644	314	110	13	192	14
II	10.594	4.244	1.280	572	4.194	304	614	287	101	39	179	8
2007 Abr	10.362	4.173	1.220	552	4.112	305	176	89	24	9	51	3
May	10.517	4.221	1.261	558	4.173	303	224	98	47	12	65	2
Jun	10.594	4.244	1.280	572	4.194	304	214	100	30	18	64	3
Jul	10.620	4.264	1.309	574	4.171	302	186	78	41	9	55	3
<b>Del cual: a tipo fijo</b>												
2005	6.725	2.020	459	412	3.616	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 III	6.975	2.112	508	415	3.708	233	275	94	22	11	140	8
IV	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 I	7.164	2.212	561	421	3.728	243	402	172	39	9	169	13
II	7.306	2.256	575	433	3.798	244	339	133	28	24	147	7
2007 Abr	7.190	2.223	567	419	3.737	244	103	43	12	5	39	3
May	7.268	2.234	575	424	3.791	244	116	38	11	7	57	2
Jun	7.306	2.256	575	433	3.798	244	120	52	5	11	50	2
Jul	7.296	2.268	579	433	3.771	245	107	41	9	5	50	3
<b>Del cual: a tipo variable</b>												
2005	2.266	1.351	456	93	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	601	117	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 III	2.490	1.450	537	110	333	60	134	76	40	4	13	2
IV	2.603	1.507	601	117	314	64	231	124	86	11	5	6
2007 I	2.713	1.560	655	117	320	61	201	114	69	4	13	1
II	2.830	1.603	697	127	343	59	222	110	72	15	23	1
2007 Abr	2.728	1.574	644	120	329	61	62	37	12	4	9	0
May	2.783	1.591	677	121	334	59	82	37	36	4	5	0
Jun	2.830	1.603	697	127	343	59	78	37	25	7	9	1
Jul	2.856	1.602	722	129	345	57	64	25	32	4	3	0

Fuente: BCE.

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

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

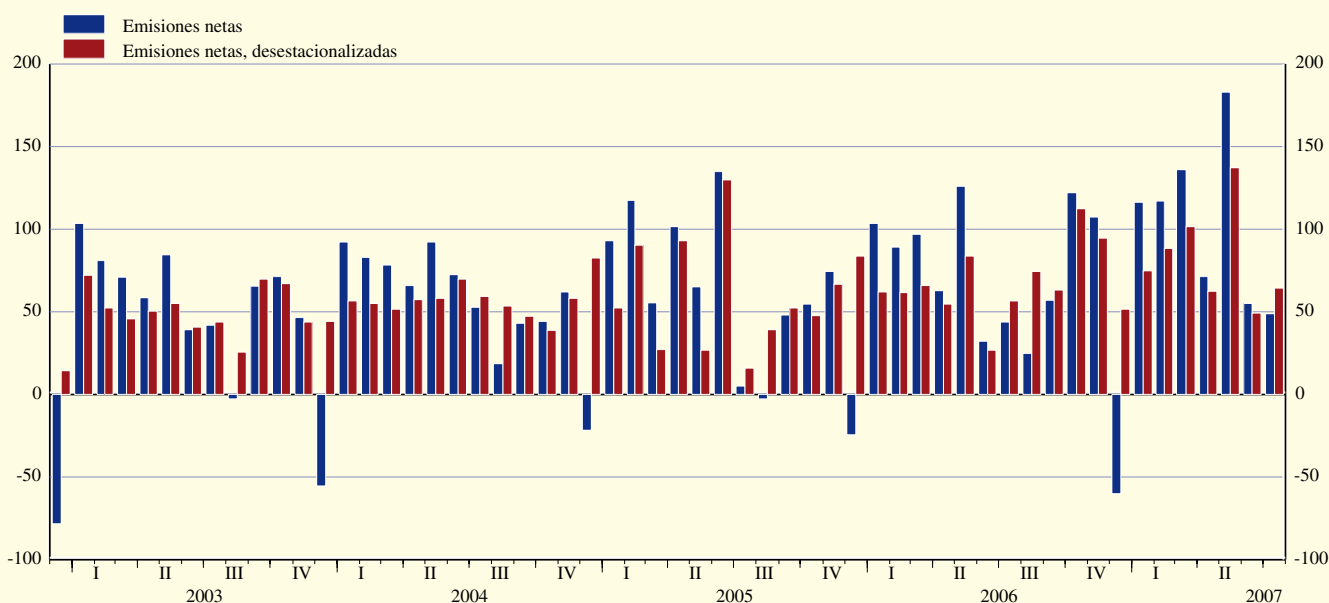
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	721,6	319,9	176,1	21,6	171,5	32,4	724,4	323,8	172,8	21,4	173,8	32,6
2006	805,3	419,0	237,1	36,4	90,5	22,4	807,1	424,5	233,5	36,6	90,1	22,4
2006 III	125,3	78,7	34,9	-2,4	14,5	-0,4	193,8	99,2	55,5	3,2	32,7	3,2
2006 IV	169,5	98,1	96,0	10,0	-41,2	6,7	258,9	133,5	68,0	14,2	38,2	5,0
2007 I	369,0	187,8	81,6	13,0	82,7	3,9	264,5	123,1	98,8	10,7	29,3	2,6
2007 II	309,4	105,1	56,5	35,6	112,4	-0,1	248,8	113,3	43,4	27,3	65,7	-0,9
2007 Abr	71,4	50,2	-2,9	9,5	13,3	1,3	62,4	39,3	3,9	5,7	11,9	1,7
2007 May	183,2	60,2	40,0	12,0	72,6	-1,7	137,3	56,4	36,4	5,7	39,9	-1,1
2007 Jun	54,9	-5,3	19,3	14,1	26,5	0,3	49,1	17,6	3,1	15,9	13,9	-1,4
2007 Jul	48,7	34,2	28,9	9,5	-23,0	-1,1	64,2	30,1	32,1	7,9	-5,8	0,0
A largo plazo												
2005	713,9	296,5	176,5	21,9	186,3	32,7	715,0	298,2	173,3	21,7	189,1	32,8
2006	756,0	346,5	231,7	33,0	121,5	23,3	756,1	348,4	228,3	32,8	123,3	23,3
2006 III	120,0	62,4	33,5	2,6	21,5	0,0	178,0	74,0	54,4	5,0	41,1	3,5
2006 IV	207,8	96,3	95,3	12,2	-3,2	7,2	247,8	121,3	67,4	9,7	44,0	5,5
2007 I	254,9	141,9	81,9	1,0	26,7	3,3	215,6	108,0	98,8	7,6	-0,9	2,1
2007 II	269,1	100,5	57,6	21,5	90,2	-0,6	203,4	96,2	44,4	14,9	49,2	-1,3
2007 Abr	44,0	34,6	-2,4	2,3	8,7	0,8	52,0	34,7	4,7	2,3	9,1	1,3
2007 May	151,3	46,6	40,0	5,5	61,0	-1,8	107,6	37,1	36,1	2,1	33,4	-1,1
2007 Jun	73,8	19,3	20,0	13,7	20,5	0,4	43,8	24,5	3,6	10,6	6,7	-1,5
2007 Jul	28,0	19,3	29,7	1,9	-21,8	-1,2	49,0	17,6	33,2	0,6	-2,6	0,2

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

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

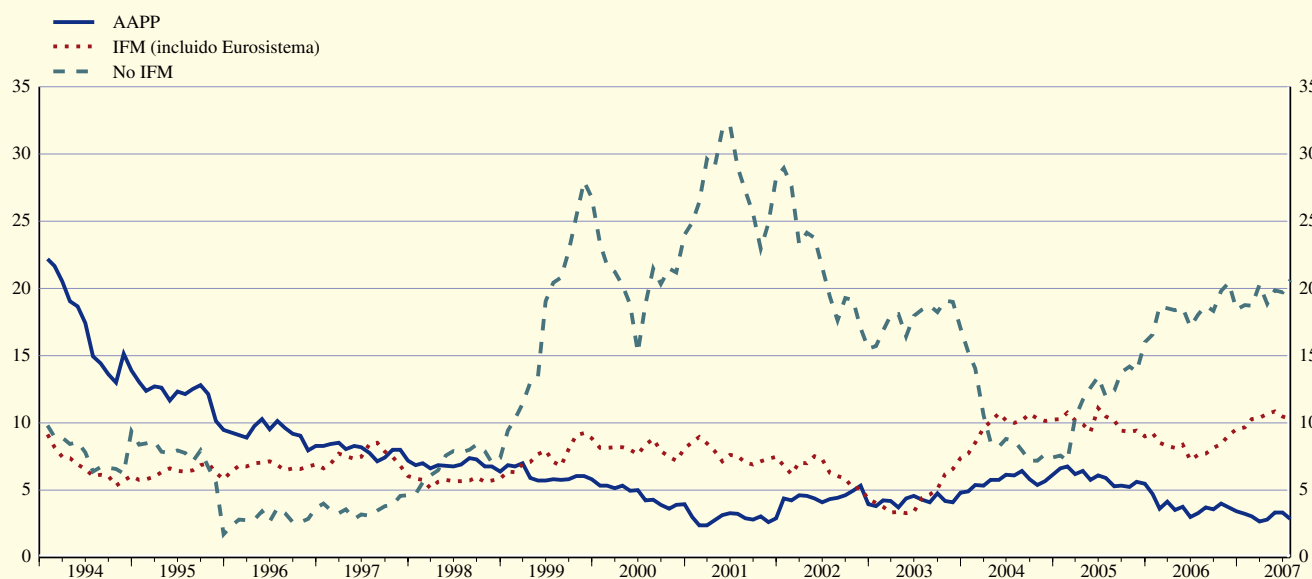


Fuente: BCE.

### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 Jul	7,0	8,3	25,6	4,7	2,2	11,8	6,8	9,1	25,0	5,0	1,1	10,5
Ago	7,2	8,4	27,2	3,4	2,5	12,2	7,0	9,2	23,7	2,7	2,0	9,4
Sep	7,3	9,0	26,4	4,3	2,2	10,4	6,9	9,1	22,9	5,0	1,7	8,1
Oct	7,9	9,6	29,1	4,0	2,6	9,5	8,0	10,2	27,1	5,1	2,3	8,5
Nov	8,2	10,0	29,5	5,2	2,5	8,8	8,2	9,4	28,5	4,6	3,2	7,0
Dic	7,9	10,2	25,7	6,0	2,1	7,9	8,6	11,0	25,8	5,6	3,2	5,6
2007 Ene	7,9	10,5	26,1	5,3	1,9	7,4	8,9	12,0	27,3	5,6	2,7	4,4
Feb	8,1	10,7	26,2	5,4	2,1	5,8	9,1	12,3	28,6	8,2	2,3	2,1
Mar	8,4	10,4	28,2	6,5	2,4	6,7	9,8	11,8	33,6	8,0	3,1	5,1
Abr	8,4	10,6	26,1	6,8	2,6	7,3	8,8	10,9	25,1	8,2	2,9	6,1
May	8,8	10,5	27,9	6,6	3,5	5,1	9,5	11,5	27,1	8,4	3,8	3,3
Jun	9,0	10,7	26,2	8,8	3,8	3,4	9,4	10,5	26,6	12,0	4,3	1,1
Jul	9,0	10,8	27,2	10,2	3,3	2,6	9,1	9,7	27,4	14,8	3,9	0,8
A largo plazo												
2006 Jul	7,1	7,6	25,5	6,0	2,7	12,0	7,0	8,0	24,4	5,5	2,2	10,5
Ago	7,5	7,7	26,9	5,5	3,1	12,5	7,3	8,2	23,1	4,3	3,2	9,3
Sep	7,5	8,1	26,1	5,7	3,1	10,9	7,2	8,6	22,1	5,8	2,6	8,5
Oct	8,1	8,4	28,7	5,2	3,6	10,0	8,2	9,3	26,6	4,9	3,2	9,0
Nov	8,3	9,1	29,2	5,7	3,3	9,4	8,9	10,4	28,2	3,7	3,9	7,6
Dic	8,1	9,5	25,3	6,4	3,1	8,4	9,0	10,5	25,7	5,5	4,3	6,2
2007 Ene	8,1	9,6	25,8	6,3	2,9	7,6	9,2	11,3	27,2	7,0	3,6	4,8
Feb	8,3	10,3	25,9	5,7	2,9	6,0	9,4	12,4	28,8	7,1	2,6	2,6
Mar	8,4	10,4	27,9	6,2	2,4	6,9	9,6	12,1	33,8	6,5	2,1	5,2
Abr	8,4	10,7	26,0	5,7	2,5	7,4	8,6	12,0	25,5	6,4	1,7	5,8
May	8,9	10,8	27,9	4,9	3,2	5,1	8,8	11,2	27,4	6,2	2,5	2,8
Jun	8,7	10,5	26,4	7,0	3,3	3,4	8,5	10,4	27,1	8,4	2,4	0,6
Jul	8,6	10,3	27,5	7,3	2,9	2,7	8,0	9,3	28,1	7,6	2,1	0,6

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



Fuente: BCE.

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

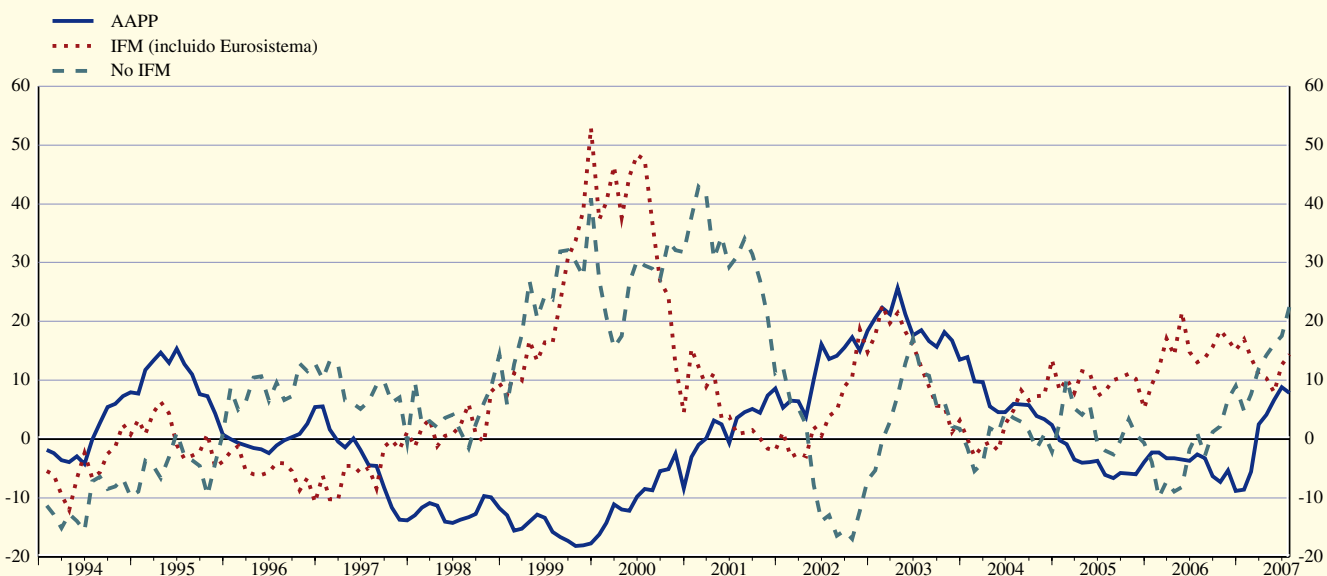
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,1	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	1,1	3,1	13,4	16,4	11,8	41,3	27,4	5,2	4,5
2006 III	4,4	4,6	14,9	1,0	2,8	13,7	14,8	10,0	38,1	30,3	4,1	6,5
IV	5,1	5,4	19,5	1,8	3,1	11,1	15,5	11,0	36,4	26,9	5,5	4,8
2007 I	5,3	6,3	19,5	3,8	2,9	7,9	15,0	12,1	32,4	21,6	1,5	4,1
II	5,5	7,5	18,7	3,9	2,6	7,7	15,9	12,1	34,9	18,4	5,7	-0,7
2007 Feb	5,5	6,7	20,8	3,6	3,0	6,6	14,7	12,3	30,7	20,8	1,1	3,6
Mar	5,2	7,1	19,2	4,3	2,2	8,2	16,0	12,0	36,2	20,3	3,7	2,3
Abr	5,3	7,6	18,7	3,7	2,2	9,0	15,7	12,3	32,9	19,6	5,7	1,8
May	5,7	7,3	19,9	3,3	3,0	7,4	15,9	12,1	35,5	16,1	6,0	-3,3
Jun	5,7	8,0	16,0	5,0	3,0	5,3	16,2	11,8	36,3	18,8	7,0	-3,6
Jul	5,4	8,3	16,7	5,4	2,2	5,0	16,0	11,0	37,6	19,0	6,5	-6,1
En euros												
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,0	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,3	3,2	13,6	15,2	10,1	37,8	30,4	5,4	3,6
2006 III	3,7	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,3	8,0	33,6	34,1	4,1	5,1
IV	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,1	14,5	9,5	33,5	29,8	5,6	3,8
2007 I	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,9	13,7	10,8	28,9	22,8	1,5	3,6
II	4,8	6,8	15,5	1,5	2,9	7,6	15,1	11,2	32,2	19,2	5,8	-1,3
2007 Feb	4,8	5,8	15,8	1,5	3,3	6,6	13,5	11,2	27,3	21,9	1,1	3,3
Mar	4,5	6,3	15,5	1,6	2,5	8,1	15,0	11,3	32,3	21,3	3,8	1,9
Abr	4,7	7,1	15,6	1,2	2,5	8,9	14,9	11,4	30,2	20,7	5,8	1,4
May	5,1	6,7	16,5	0,9	3,3	7,2	15,2	11,1	33,1	16,9	6,1	-3,9
Jun	5,0	7,2	13,3	2,9	3,2	5,3	15,6	10,9	34,5	18,8	7,1	-4,3
Jul	4,7	7,5	13,9	4,2	2,4	5,1	15,3	9,9	35,6	18,4	6,6	-7,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

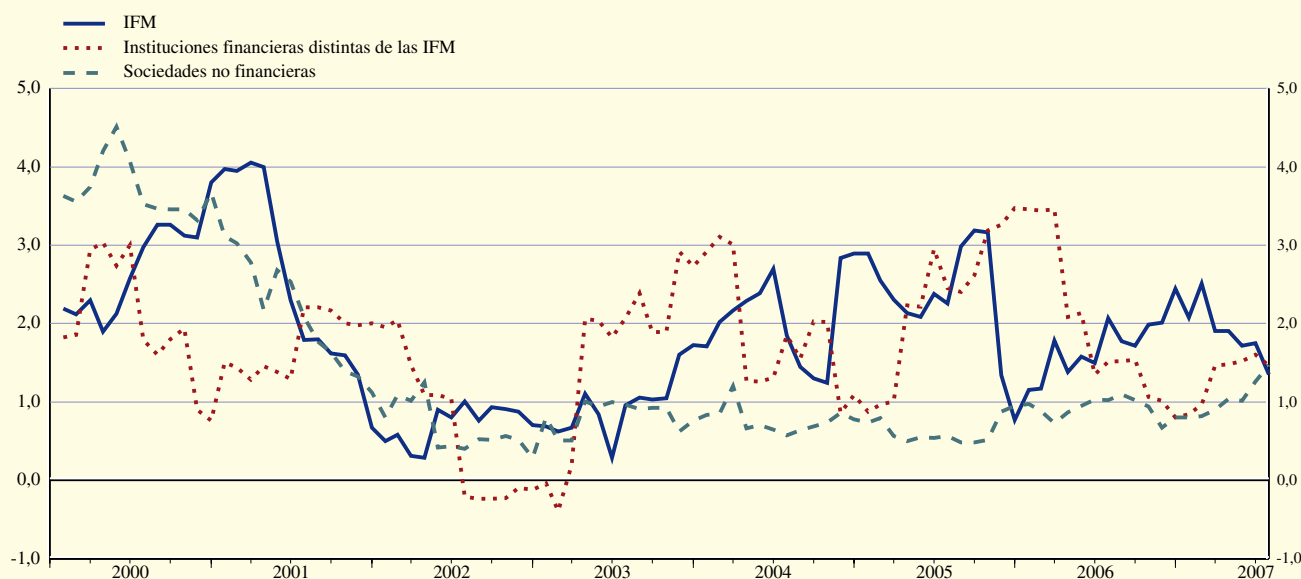
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Jul	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
Ago	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
Sep	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
Oct	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
Feb	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
Mar	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
Abr	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
May	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
Jun	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
Jul	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
Ago	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
Sep	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
Oct	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
Nov	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
Dic	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 Ene	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
Feb	6.223,4	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	1,0	4.508,8	0,8
Mar	6.423,5	105,1	1,1	1.099,9	1,9	644,6	1,5	4.678,9	0,9
Abr	6.671,7	105,3	1,2	1.156,5	1,9	670,5	1,5	4.844,7	1,0
May	6.944,3	105,4	1,2	1.161,3	1,7	684,0	1,5	5.099,0	1,0
Jun	6.862,1	105,7	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3
Jul	6.639,8	105,9	1,5	1.081,0	1,4	607,5	1,5	4.951,3	1,5

#### 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 euro<sup>1)</sup>

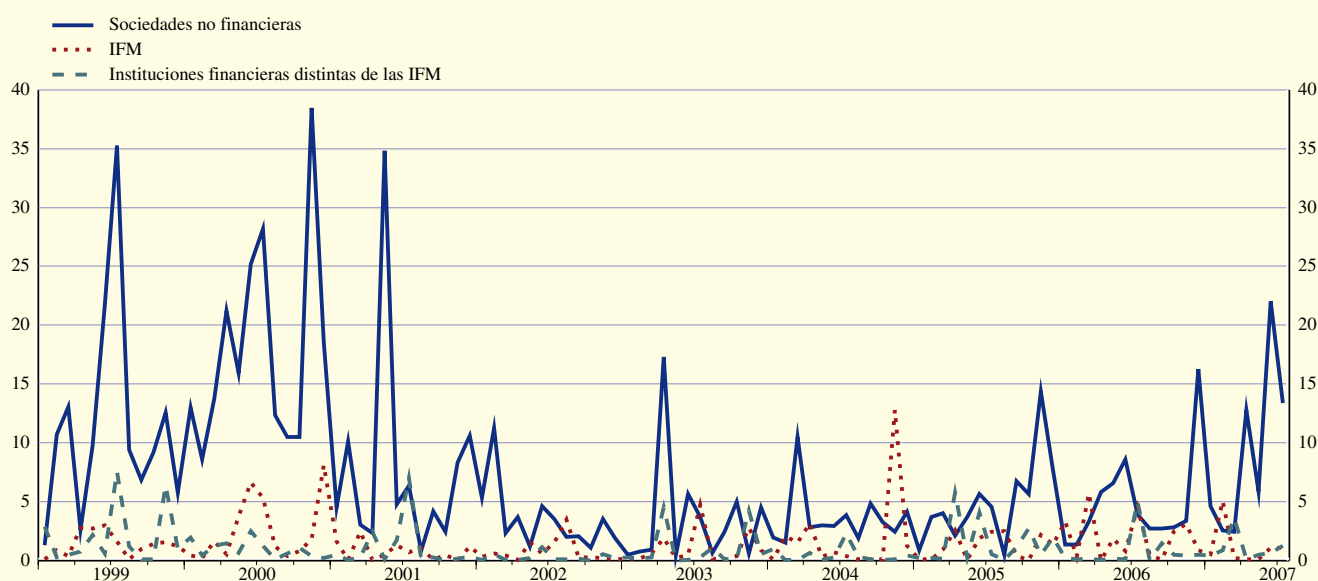
(mm de euros; valores de mercado)

##### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2005 Jul	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
Ago	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
Oct	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
Dic	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 Ene	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
Mar	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
Abr	5,8	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,6	2,2	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
Jun	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
Jul	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
Dic	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 Ene	5,5	3,9	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,0	0,4	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,3	1,7	4,6	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
Abr	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
May	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	5,8	1,8	4,0
Jun	23,7	1,6	22,1	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,0	1,6	20,4
Jul	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,4	1,5	11,8

#### 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 euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 Ago	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
Sep	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,99	3,45	3,82	2,96
Oct	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
Nov	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,99	3,88	3,41
2007 Ene	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
Feb	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
Mar	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,84	3,72	3,64
Abr	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
May	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,10	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,83	2,45	3,40	1,81	4,02	4,26	4,50	3,95

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

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Crédito al consumo			Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 Ago	9,92	7,73	6,38	8,15	8,07	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
Sep	10,05	7,72	6,24	8,09	7,94	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
Oct	10,03	7,50	5,99	8,17	7,76	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
Nov	10,07	7,66	6,12	8,15	7,81	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
Dic	10,03	7,56	6,05	7,97	7,71	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 Ene	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,28	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,24	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
Jul	10,38	8,01	6,77	8,34	8,36	5,07	4,93	5,02	4,90	5,26	5,54	5,82	5,40

### 3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	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
2006 Ago	5,56	4,70	5,09	4,60	3,98	4,33	4,49
Sep	5,69	4,75	5,02	4,54	4,04	4,41	4,47
Oct	5,76	4,91	5,17	4,57	4,24	4,38	4,45
Nov	5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic	5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
Feb	6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
Mar	6,04	5,30	5,45	4,88	4,65	4,81	4,87
Abr	6,12	5,37	5,47	4,88	4,69	4,99	4,90
May	6,12	5,43	5,57	4,95	4,71	5,10	5,12
Jun	6,17	5,53	5,70	5,03	4,88	5,28	5,17
Jul	6,29	5,58	5,75	5,08	4,88	5,01	5,15

Fuente: BCE.

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

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

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

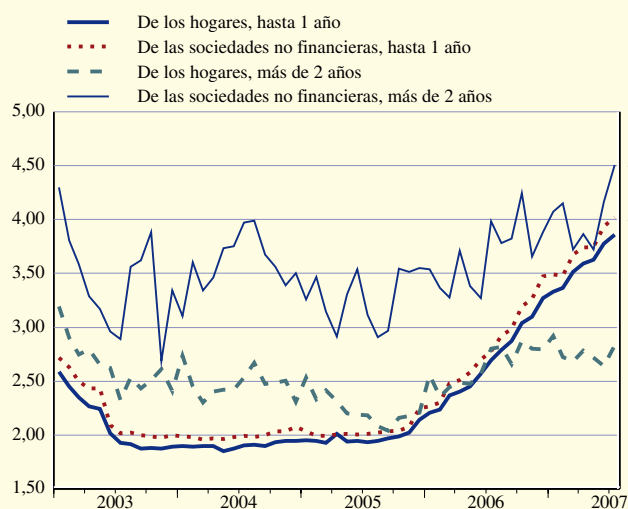
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,68	2,81
Sep	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
Feb	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Abr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
May	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
Jun	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85

**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Ago	4,72	4,23	4,60	8,19	6,71	5,82	4,85	4,33	4,48
Sep	4,82	4,27	4,62	8,30	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
Oct	4,90	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,33	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,01	4,34	4,70	8,41	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,43	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
Jun	5,21	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,29	4,55	4,89	8,80	6,96	6,09	5,69	5,15	5,01

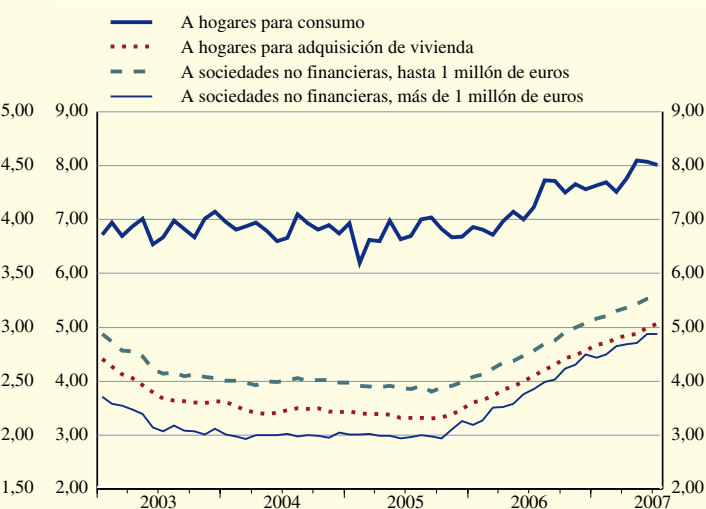
**C21 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



**C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

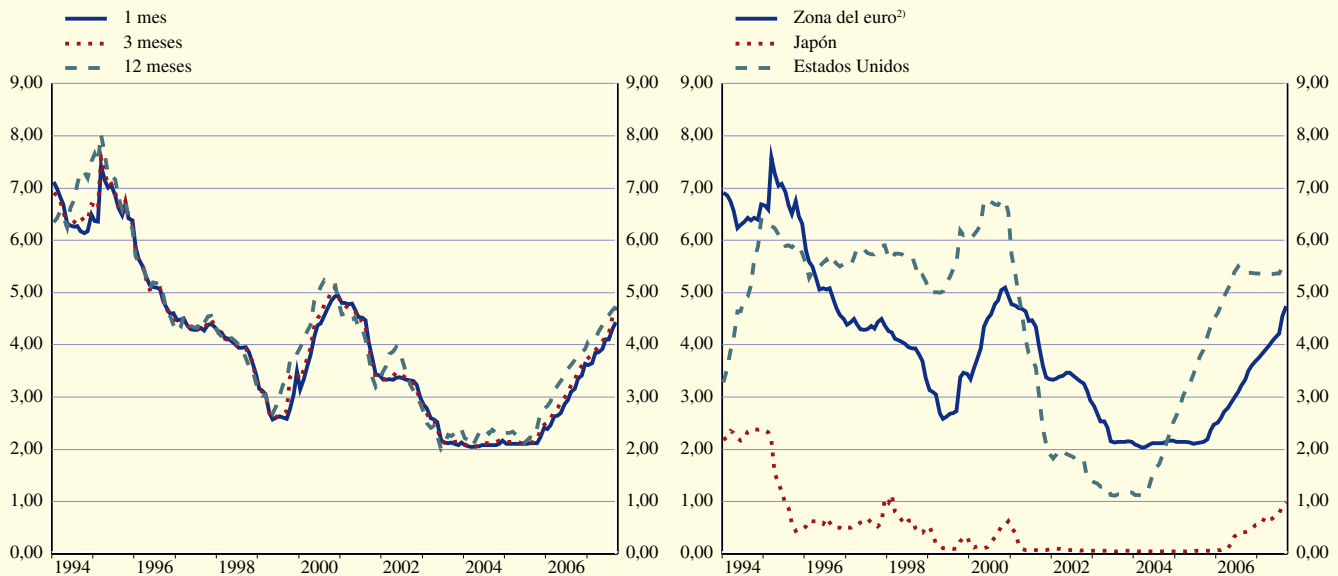
	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2006 III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
2006 Sep	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
Oct	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99

#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>2)</sup>

(mensuales; en porcentaje)

#### C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

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

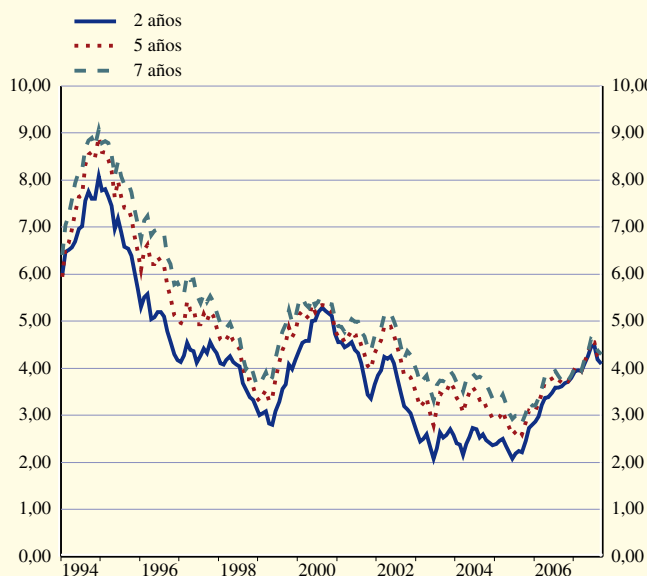
#### 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 I	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
II	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
III	4,26	4,30	4,34	4,42	4,48	4,74	1,72
2006 Sep	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
Oct	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
Abr	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
May	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
Jun	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89
Jul	4,48	4,52	4,55	4,59	4,63	5,01	1,89
Ago	4,19	4,23	4,27	4,38	4,43	4,68	1,65
Sep	4,10	4,14	4,19	4,30	4,37	4,51	1,61

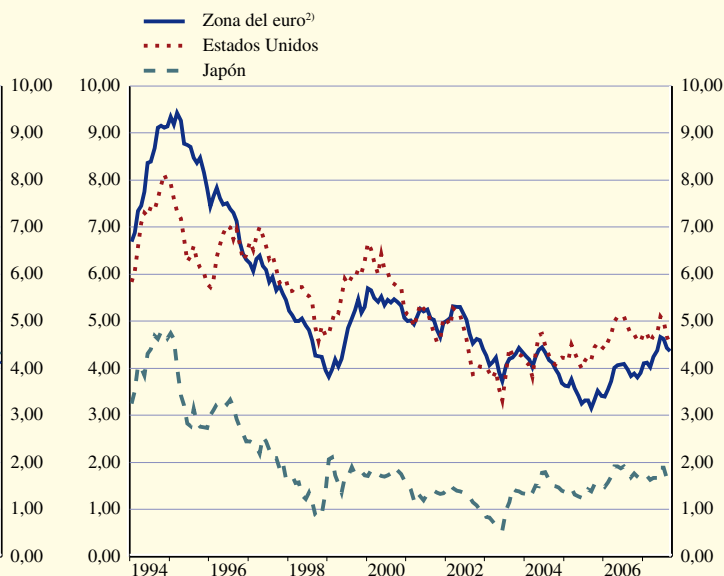
#### C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro<sup>2)</sup>

(mensuales; en porcentaje)



#### C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la deuda pública por el PIB. A partir de entonces, las ponderaciones utilizadas son los saldos nominales de deuda pública a cada plazo.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

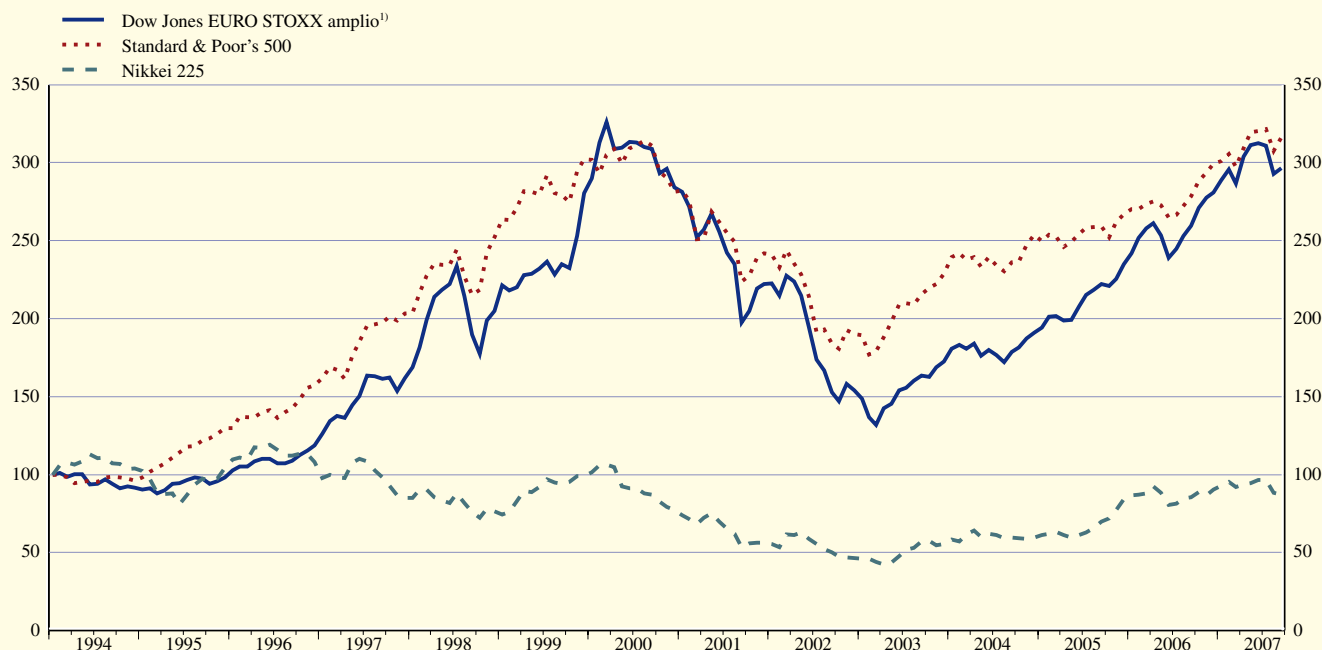
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2006 III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
2006 Sep	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
Oct	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
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

## 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 consumo<sup>1)</sup>

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	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 <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0
2006 II	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,5	0,5	0,3	3,9	0,5	2,4	3,1
III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,8	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,1	0,8	0,7	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,9
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,0	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,4	0,8	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4
2007 Abr	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,3	0,1	0,9	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6
May	104,4	1,9	1,9	1,4	2,6	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,9	0,3	1,8	2,4
Jun	104,5	1,9	1,9	1,5	2,6	0,2	0,2	0,3	0,0	0,5	0,2	1,8	2,3
Jul	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	1,7	2,1
Ago	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,4	0,2	-0,9	0,1	1,7	2,1
Sep <sup>4)</sup>	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes							Servicios						
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales				Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios		
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres							
% del total <sup>3)</sup>	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4		
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1		
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1		
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3		
2006 II	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2		
III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3		
IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4		
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5		
II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6		
2007 Mar	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	2,6		
Abr	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7		
May	2,4	1,9	3,1	0,9	1,0	0,3	2,8	2,0	2,8	-1,8	2,9	3,6		
Jun	2,4	2,0	3,0	1,0	1,0	0,9	2,8	2,0	2,4	-1,8	3,0	3,5		
Jul	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	3,0	3,5		
Ago	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4		

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2007.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.



## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,2	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	3,2	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	3,8	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,3	-	13,4	26,6	55,7
IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	3,9	6,0 <sup>6)</sup>	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	-	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,5	-	-	-3,1	13,8	51,0
III	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0	6,7	54,2
2007 Abr	118,2	2,4	2,6	3,4	5,8	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,7	-	-	-5,6	15,3	50,2
May	118,6	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,7	1,7	-0,1	-	-	-3,9	11,9	50,3
Jun	118,7	2,2	2,6	3,1	5,2	1,9	1,6	1,8	1,6	-0,7	-	-	0,3	14,2	52,6
Jul	119,0	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,9	-	-	-1,7	7,8	55,2
Ago	119,1	1,7	2,2	2,9	4,3	1,6	2,3	1,7	2,3	-2,2	-	-	-3,4	5,4	52,4
Sép	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,1	6,9	55,2

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>8)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,2	2,9	4,0	3,3	4,0	3,0	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,7	2,8	2,8	2,1	2,2
2005	116,5	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,6	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 II	119,2	2,8	2,9	2,4	4,0	1,6	2,3	2,4
III	119,9	2,6	2,7	2,4	3,7	1,9	2,0	2,1
IV	120,6	2,4	2,4	2,1	2,8	2,2	2,2	2,5
2007 I	121,3	2,3	2,3	1,9	2,3	2,0	2,2	2,0
II	122,1	2,5	2,5	1,8	2,7	3,2	2,2	2,3

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

1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

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					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costes laborales unitarios <sup>1)</sup></b>								
2003	106,7	1,9	6,3	0,5	3,3	2,1	1,8	3,1
2004	108,0	1,3	-7,8	-0,2	3,7	0,5	2,7	2,2
2005	109,1	1,0	6,8	-0,7	3,7	0,6	1,7	1,9
2006	110,0	0,8	1,6	-1,0	1,4	0,1	2,0	2,5
2006 I	109,9	1,0	2,2	-0,9	1,4	0,3	2,1	2,7
II	110,3	1,2	1,4	-0,8	0,5	0,6	1,4	3,5
III	110,1	1,1	3,3	-0,7	1,5	-0,1	2,4	2,8
IV	109,9	0,1	-0,4	-1,6	2,2	-0,5	2,0	0,9
2007 I	110,9	0,8	-0,4	-1,3	1,7	-0,3	3,2	2,1
<b>Remuneración por asalariado</b>								
2003	107,7	2,3	2,5	2,2	2,9	1,9	2,5	2,4
2004	110,0	2,2	2,6	2,7	2,9	1,5	2,0	2,3
2005	112,0	1,8	1,7	1,5	2,5	1,7	2,0	1,9
2006	114,4	2,2	1,2	3,2	3,4	1,6	1,4	2,1
2006 I	113,7	2,2	0,1	3,1	3,6	1,7	1,4	2,2
II	114,4	2,4	0,1	3,2	3,2	1,7	1,1	3,1
III	114,6	2,4	2,4	3,5	3,4	1,2	1,6	2,6
IV	115,1	1,8	2,3	3,0	3,6	1,8	1,7	0,6
2007 I	116,2	2,3	2,9	2,4	3,5	1,5	2,8	2,1
<b>Productividad del trabajo <sup>2)</sup></b>								
2003	101,0	0,3	-3,5	1,7	-0,4	-0,1	0,7	-0,7
2004	101,9	0,9	11,2	2,9	-0,8	1,0	-0,8	0,1
2005	102,6	0,7	-4,8	2,3	-1,2	1,0	0,3	0,0
2006	104,0	1,4	-0,4	4,2	2,0	1,5	-0,5	-0,3
2006 II	103,8	1,3	-1,3	3,9	2,7	1,1	-0,3	-0,4
III	104,1	1,2	-0,8	4,2	1,9	1,3	-0,8	-0,2
IV	104,7	1,7	2,8	4,6	1,4	2,2	-0,4	-0,3
2007 I	104,8	1,4	3,4	3,7	1,7	1,7	-0,4	0,0
II	104,6	0,8	.	.	.	.	.	.

#### 5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

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

### 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 <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	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 <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2004	104,0	7,3	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,7	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	969	2,9
2006 III	120,8	9,1	119,9	6,5	3,9	109,3	2,3	1,3	2,8	3,5	5,1	950	-0,9
IV	122,9	7,4	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	985	5,1
2007 I	125,3	8,1	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,3	2,4	4,2	4,2	950	-1,7
II	129,7	10,7	126,1	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,7	3,0	2,4	950	-1,9
2007 Mar	127,2	7,6	126,0	5,8	3,8	110,2	2,7	2,0	3,1	5,9	5,1	970	0,8
Abr	126,6	10,5	124,0	9,4	2,8	110,1	1,6	0,5	2,5	6,8	2,9	916	-5,8
May	128,4	7,7	126,4	5,1	1,0	109,3	0,0	-0,5	0,1	-1,8	0,9	965	-0,8
Jun	134,2	14,0	127,8	5,2	2,4	110,0	1,1	-0,7	2,7	4,1	3,5	968	0,7
Jul	128,7	10,9	127,0	9,8	2,3	110,4	1,2	-1,5	3,0	5,3	3,4	947	0,8
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	956	0,7
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Mar	-	2,1	-	1,6	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,1	1,0	-	3,5
Abr	-	-0,5	-	-1,6	0,0	-	-0,1	-0,1	0,1	1,4	-1,0	-	-5,6
May	-	1,5	-	2,0	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,8	-3,4	-0,4	-	5,4
Jun	-	4,5	-	1,1	0,7	-	0,6	-0,1	1,1	2,8	1,4	-	0,3
Jul	-	-4,0	-	-0,6	0,5	-	0,4	0,3	0,3	0,9	0,0	-	-2,1
Ago	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	0,9

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 <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>5)</sup>	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 <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 II	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
II	111,6	6	8	4	15	84,5	-2	-1	0	2	-7
2007 Abr	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9
May	112,1	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6
Jun	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7
Jul	111,0	5	6	5	14	84,2	-2	-1	1	0	-7
Ago	109,9	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
Sep	107,1	3	3	6	11	-	-5	-3	-6	5	-7

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 II	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
III	3	-2	7	2	5	13	14	19	14	19	25
IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 I	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
II	0	-6	6	1	4	13	14	22	19	22	25
2007 Abr	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
May	0	-7	7	2	5	11	13	23	20	23	25
Jun	1	-5	6	2	4	12	13	21	18	20	25
Jul	0	-6	6	3	9	14	13	21	17	21	26
Ago	-1	-9	6	3	10	14	13	21	17	21	24
Sep	0	-8	8	-3	2	16	4	18	13	18	22

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2006.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

## 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,6	15,4	4,2	17,6	7,5	25,1	15,5	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,141	0,4	0,4	0,8	-2,6	-1,4	0,5	0,8	0,9	1,6
2004	137,358	0,9	0,7	1,8	-0,8	-1,1	1,5	1,3	2,2	1,3
2005	138,536	0,9	1,0	0,0	-1,1	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,608	1,5	1,7	0,6	-1,2	-0,2	2,6	1,5	3,6	1,6
2006 II	140,519	1,7	1,8	1,0	-0,1	-0,2	1,8	1,9	3,6	1,7
III	140,856	1,5	1,7	0,5	-1,5	0,0	2,8	1,6	3,9	1,3
IV	141,356	1,5	1,7	0,7	-2,4	-0,3	3,9	1,4	3,8	1,5
2007 I	142,142	1,7	2,1	-0,1	-1,0	0,3	5,6	1,3	3,8	1,3
II	142,918	1,7	2,1	-0,3	.	.	.	.	.	.
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2006 II	0,817	0,6	0,6	0,5	0,8	0,1	0,7	0,8	1,0	0,5
III	0,337	0,2	0,4	-0,6	-1,2	0,0	0,7	0,2	1,0	0,1
IV	0,500	0,4	0,4	0,0	-0,8	0,0	1,7	0,1	0,9	0,3
2007 I	0,786	0,6	0,6	0,4	0,2	0,1	2,2	0,4	0,9	0,3
II	0,776	0,5	0,6	0,5	.	.	.	.	.	.

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		75,3		24,7		48,0		52,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,6	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	17,9	6,193	7,5	6,690	10,5
2005	12,660	8,6	9,569	7,4	3,090	17,4	6,140	7,4	6,520	10,1
2006	11,747	7,9	8,851	6,7	2,897	16,5	5,636	6,7	6,112	9,3
2006 II	11,792	7,9	8,922	6,8	2,869	16,4	5,704	6,8	6,088	9,3
III	11,593	7,8	8,718	6,6	2,875	16,4	5,547	6,6	6,045	9,2
IV	11,354	7,6	8,508	6,4	2,846	16,3	5,383	6,4	5,972	9,1
2007 I	10,864	7,2	8,118	6,1	2,746	15,8	5,126	6,1	5,738	8,7
II	10,453	7,0	7,847	5,9	2,606	15,1	4,906	5,8	5,547	8,4
2007 Mar	10,699	7,1	7,999	6,0	2,700	15,6	5,026	6,0	5,673	8,6
Abr	10,533	7,0	7,906	6,0	2,626	15,2	4,947	5,9	5,585	8,5
May	10,440	7,0	7,841	5,9	2,598	15,0	4,896	5,8	5,544	8,4
Jun	10,386	6,9	7,795	5,9	2,592	15,0	4,874	5,8	5,513	8,3
Jul	10,344	6,9	7,760	5,8	2,584	14,9	4,862	5,8	5,482	8,3
Ago	10,311	6,9	7,731	5,8	2,580	14,9	4,854	5,8	5,457	8,2

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/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		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								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	46,5	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,2	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9
2005	45,1	44,7	11,6	8,6	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,4	0,3	41,2
2006	45,7	45,4	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,9

### 2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

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

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

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,6	13,5	18,4
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,3	11,9	11,2	23,3
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,8	39,3	19,3	10,2	9,8	29,9
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,3	10,4	7,8	34,9
2006	68,8	2,5	11,3	4,1	50,9	32,7	17,6	7,6	7,5	36,1

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				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 <sup>5)</sup>	Otras monedas
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	56,9	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,8	68,5	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,5	4,9	14,4	26,1	30,0	69,2	1,2
2006	68,8	56,2	6,6	5,4	0,6	7,5	61,3	4,6	13,7	25,1	30,0	67,9	0,9

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

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

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

### 6.3 Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

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

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 I	42,3	41,8	10,5	12,7	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,6
II	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,8
IV	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
II	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	41,9	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
IV	49,3	48,3	13,2	14,2	16,3	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,4	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,1
II	45,1	44,3	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
IV	49,4	48,4	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,1	41,6	9,9	12,9	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,5
II	44,9	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,8
III	43,4	42,8	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,6	48,8	13,5	14,4	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 I	42,7	42,2	10,3	13,3	15,3	1,7	0,8	0,5	0,3	39,2
II	46,1	45,6	12,6	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	41,9
III	43,8	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	50,0	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	45,0
2007 I	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	1,6	0,9	0,5	0,3	39,0

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión			Transf. de capital
2001 I	45,6	42,3	10,0	4,2	4,0	24,1	20,8	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,5	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
II	46,6	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,9	43,4	10,3	4,5	3,5	25,1	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,5
II	47,4	43,8	10,4	4,8	3,4	25,2	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,7	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,3	46,4	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,5	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,3	1,9	1,4	-5,0	-1,8
II	46,6	43,3	10,4	4,8	3,1	24,9	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,2	42,8	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,4	1,6
2005 I	47,1	43,3	10,3	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
II	46,5	43,1	10,3	5,0	3,2	24,6	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
III	45,9	42,5	9,9	4,8	2,9	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	0,9	-2,5	0,5
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 I	45,7	42,5	10,1	4,5	3,0	25,0	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
II	46,1	42,7	10,3	4,9	3,1	24,4	21,3	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
III	46,3	42,1	9,9	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,3	2,5	1,7	-2,6	0,3
IV	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,1	22,4	1,4	5,5	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,8	41,5	9,9	4,5	2,9	24,2	20,6	1,2	3,3	2,0	1,2	-2,4	0,6

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero<sup>1)</sup>

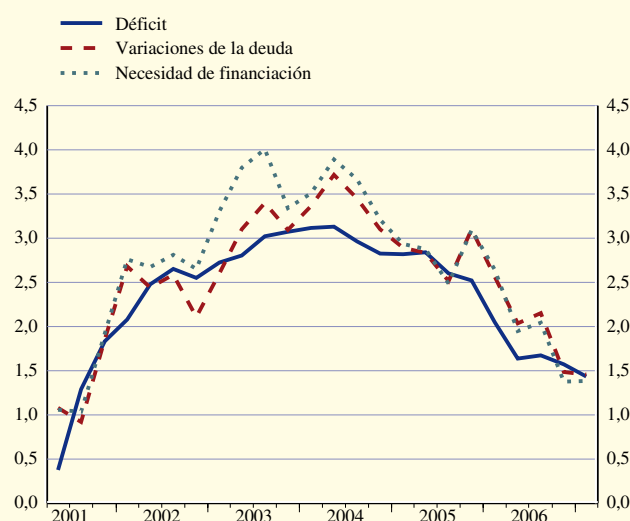
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 II	71,2	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,1	2,3	12,0	5,5	51,3
IV	69,6	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 I	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
II	71,7	2,3	11,6	5,2	52,5
III	71,3	2,4	11,7	5,2	52,0
IV	70,5	2,4	11,7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

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

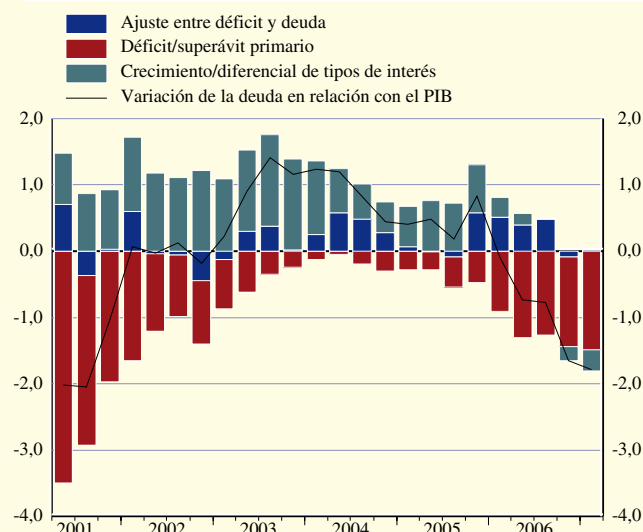
### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



### C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



# OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

### 1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005	-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006	-9,7	28,6	35,8	1,4	-75,5	10,1	0,4	117,1	-158,8	263,5	-1,9	15,5	-1,3	-117,5
2006 II	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
III	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
IV	17,7	17,8	8,5	6,7	-15,4	4,8	22,5	-45,8	-59,4	120,4	-0,1	-104,2	-2,4	23,3
2007 I	-2,4	7,6	5,6	5,4	-21,0	5,2	2,8	-12,0	-24,2	122,2	-17,2	-91,4	-1,4	9,2
II	-5,7	19,5	13,9	-22,3	-16,9	2,8	-2,9	-21,8	-82,9	90,6	-13,0	-12,1	-4,4	24,8
2006 Jul	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
Ago	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
Sep	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
Oct	-0,8	5,6	2,6	-0,9	-8,1	0,5	-0,3	5,1	-10,0	30,8	6,3	-22,1	0,1	-4,8
Nov	4,8	7,2	2,1	2,7	-7,3	0,9	5,7	-11,0	-12,9	58,9	-2,0	-54,4	-0,6	5,3
Dic	13,7	5,0	3,8	4,9	0,0	3,4	17,1	-39,9	-36,5	30,7	-4,4	-27,7	-1,9	22,8
2007 Ene	-6,1	-4,4	0,2	-0,3	-1,7	2,3	-3,7	43,1	-7,4	33,5	-4,6	24,5	-3,0	-39,3
Feb	-5,7	2,3	2,3	1,5	-11,9	1,2	-4,5	-11,0	-11,0	23,0	-8,4	-14,2	-0,5	15,5
Mar	9,4	9,6	3,1	4,2	-7,4	1,6	11,1	-44,0	-5,9	65,6	-4,2	-101,7	2,2	33,0
Abr	-4,3	4,3	3,0	-4,3	-7,3	0,6	-3,7	17,7	-24,5	15,6	-4,1	32,5	-1,8	-14,0
May	-14,0	4,2	3,9	-17,3	-4,9	1,9	-12,1	1,1	-13,4	5,0	-1,9	12,3	-0,7	11,0
Jun	12,6	11,0	7,0	-0,6	-4,7	0,2	12,9	-40,7	-45,0	70,1	-7,0	-56,8	-1,9	27,8
Jul	3,3	7,9	4,1	-1,2	-7,5	0,9	4,1	50,6	2,7	33,9	-10,7	27,9	-3,2	-54,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2007 Jul	8,4	56,2	37,7	-9,3	-76,2	14,9	23,2	13,8	-197,1	384,9	-36,4	-124,3	-13,3	-37,0

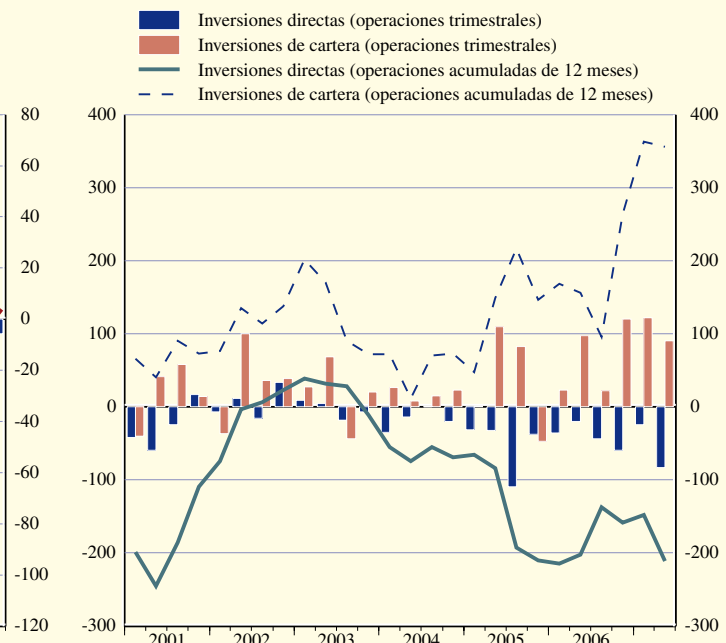
### C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

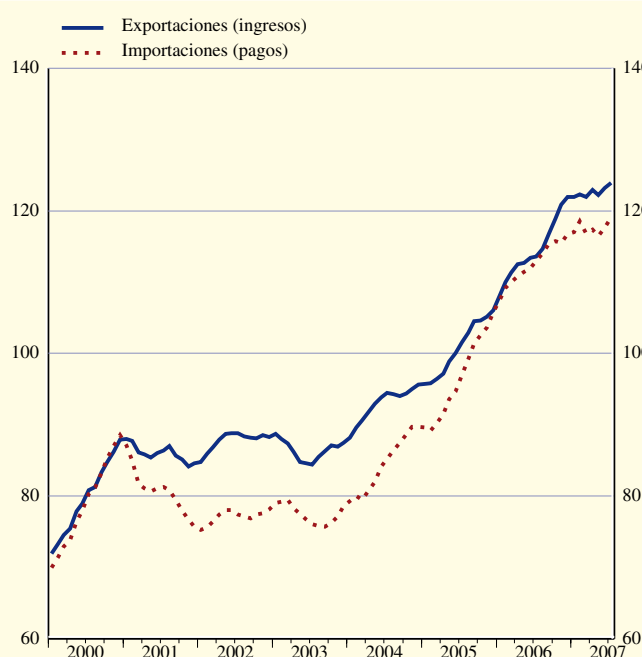
(mm de euros; operaciones)

### 2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005	2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006	2.343,0	2.352,8	-9,7	1.389,0	1.360,4	429,3	393,6	438,1	436,7	86,6	162,1	23,7	13,6
2006 II	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
III	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
IV	637,2	619,5	17,7	373,2	355,4	110,2	101,7	126,1	119,3	27,7	43,1	8,8	4,0
2007 I	609,3	611,7	-2,4	359,5	351,9	103,6	98,0	119,4	114,0	26,8	47,8	7,7	2,5
II	636,2	641,9	-5,7	371,6	352,1	114,1	100,2	133,0	155,3	17,5	34,4	4,9	2,2
2007 May	209,0	223,1	-14,0	123,2	118,9	37,7	33,7	41,3	58,6	6,9	11,8	2,6	0,7
Jun	226,2	213,6	12,6	129,3	118,3	41,0	34,0	50,3	51,0	5,6	10,3	0,9	0,7
Jul	220,6	217,4	3,3	129,7	121,9	42,9	38,8	42,6	43,8	5,4	12,8	1,8	0,9
	Datos desestacionalizados												
2006 II	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
III	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
IV	618,5	611,8	6,7	365,7	350,2	109,0	100,9	119,8	117,4	24,0	43,3	.	.
2007 I	629,1	624,7	4,4	365,8	350,4	113,4	102,7	128,1	130,8	21,8	40,8	.	.
II	627,6	629,8	-2,2	369,5	352,8	114,1	103,6	123,0	134,3	21,0	39,1	.	.
2006 Nov	202,5	203,1	-0,6	122,1	115,0	36,6	33,9	37,9	39,9	5,9	14,2	.	.
Dic	215,1	208,6	6,5	124,2	119,9	36,8	33,0	44,2	41,9	9,9	13,9	.	.
2007 Ene	203,8	201,6	2,1	119,7	116,1	37,1	34,5	42,2	41,5	4,8	9,6	.	.
Feb	213,3	217,1	-3,8	123,0	119,6	37,9	34,4	40,3	44,0	12,1	19,1	.	.
Mar	212,0	206,0	6,0	123,1	114,8	38,4	33,9	45,5	45,3	5,0	12,1	.	.
Abr	204,9	206,5	-1,6	122,6	117,9	37,7	34,5	38,7	39,4	5,9	14,6	.	.
May	206,3	214,2	-7,8	120,9	116,9	37,5	34,7	39,1	49,5	8,8	13,1	.	.
Jun	216,4	209,2	7,3	126,0	118,1	38,9	34,3	45,2	45,4	6,3	11,3	.	.
Jul	215,0	213,3	1,7	124,9	122,2	37,9	34,9	44,0	42,7	8,2	13,4	.	.

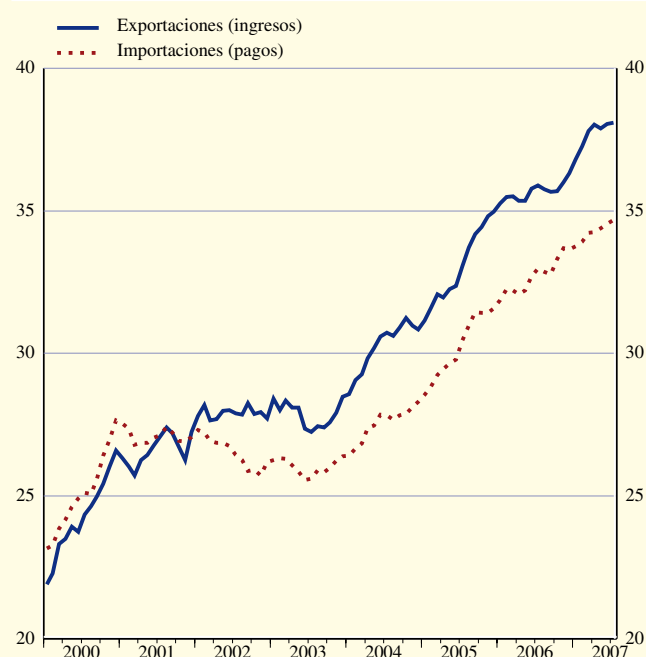
### C32 Bienes

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



### C33 Servicios

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



Fuente: BCE.



## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

### 3. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	421,9	426,7	129,2	72,4	18,4	16,3	38,1	99,5	100,4	89,4	135,8	149,0
2006 I	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
II	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
III	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
IV	4,2	2,5	121,9	116,8	41,3	25,6	5,2	4,9	8,1	19,1	27,9	23,4	39,4	43,9
2007 I	4,0	1,9	115,5	112,1	31,9	18,8	5,0	5,0	9,5	18,7	27,8	25,0	41,3	44,6

### 4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-322,6	-265,8	-34,7	-231,1	-56,8	-1,0	-55,8	163,8	136,7	4,2	132,5	27,0	0,3	26,7
2006 II	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
III	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
IV	-80,2	-59,1	-16,1	-43,0	-21,1	-0,7	-20,3	20,8	13,7	0,9	12,8	7,1	0,0	7,1
2007 I	-76,9	-53,3	-5,0	-48,3	-23,6	2,1	-25,7	52,7	21,3	0,8	20,5	31,4	-0,8	32,3
II	-113,5	-82,8	-5,1	-77,7	-30,7	-1,5	-29,2	30,6	33,7	0,6	33,0	-3,1	1,1	-4,2
2006 Jul	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
Ago	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
Sep	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
Oct	-20,4	-11,8	-5,8	-6,0	-8,6	0,1	-8,7	10,4	5,1	1,1	4,0	5,3	1,5	3,8
Nov	-12,8	-17,0	-1,9	-15,1	4,1	-0,2	4,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	-0,2	-1,7	1,5
Dic	-47,0	-30,3	-8,5	-21,9	-16,6	-0,7	-15,9	10,4	8,5	0,0	8,5	2,0	0,1	1,9
2007 Ene	-22,7	-22,2	-2,7	-19,5	-0,4	2,3	-2,8	15,3	8,1	0,3	7,8	7,2	-1,0	8,1
Feb	-30,8	-10,9	5,7	-16,6	-19,9	-0,3	-19,6	19,9	11,6	4,2	7,4	8,3	0,2	8,0
Mar	-23,4	-20,2	-8,0	-12,2	-3,2	0,1	-3,4	17,6	1,6	-3,7	5,2	16,0	-0,1	16,1
Abr	-30,1	-19,1	-1,3	-17,8	-11,1	-0,4	-10,7	5,6	4,9	-0,1	5,0	0,7	0,6	0,1
May	-32,9	-28,0	-3,0	-25,1	-4,9	0,1	-5,1	19,5	24,5	0,6	24,0	-5,0	0,5	-5,5
Jun	-50,5	-35,8	-0,8	-34,9	-14,7	-1,2	-13,5	5,5	4,2	0,2	4,0	1,2	0,0	1,2
Jul	-13,1	-9,9	-0,7	-9,2	-3,2	0,6	-3,8	15,8	5,3	0,3	5,1	10,4	0,8	9,6

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 5. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Pasivos	
			AAPP	AAPP	AAPP			Otros sectores							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-25,2	-110,1	-6,1	289,7	-2,4	-168,7	-123,1	-1,1	464,4	-2,0	-48,6	-14,4	0,1	4,1
2006 II	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
2006 III	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
2006 IV	0,0	-12,0	-16,0	-1,8	83,0	-2,9	-39,6	-45,7	-0,8	185,2	-1,4	-18,5	-4,3	4,0	-7,4
2007 I	0,0	-20,8	0,5	-0,8	107,3	-0,7	-50,5	-37,7	-1,2	137,4	0,7	-23,3	-13,3	-5,5	22,7
2007 II	0,0	-5,5	-3,4	-	89,6	-0,4	-55,1	-46,9	-	108,8	-0,1	-15,1	-9,3	-	28,0
2006 Jul	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
2006 Ago	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
2006 Sep	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
2006 Oct	0,0	-4,9	-5,3	-	23,7	-1,8	-15,4	-21,2	-	53,5	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,4
2006 Nov	0,0	0,1	-10,2	-	26,9	-0,5	-25,5	-11,5	-	71,1	-0,4	-9,6	4,2	-	14,2
2006 Dic	0,0	-7,3	-0,5	-	32,4	-0,6	1,3	-13,0	-	60,6	-0,8	-3,1	-2,4	-	-36,1
2007 Ene	0,0	-5,6	-1,3	-	44,2	-0,1	-32,0	-10,1	-	34,3	0,5	-7,7	-7,9	-	19,3
2007 Feb	0,0	-19,0	-9,2	-	38,3	-0,1	-16,3	-9,7	-	37,7	0,1	-5,2	-2,2	-	8,6
2007 Mar	0,0	3,8	11,0	-	24,8	-0,6	-2,3	-17,9	-	65,4	0,2	-10,4	-3,2	-	-5,2
2007 Abr	0,0	1,0	-12,9	-	1,1	0,0	-22,8	-3,4	-	39,5	0,0	-3,2	0,2	-	16,2
2007 May	0,0	-9,2	6,8	-	13,2	-0,2	-27,1	-20,7	-	36,4	0,0	-7,4	-2,6	-	15,6
2007 Jun	0,0	2,7	2,7	-	75,3	-0,2	-5,2	-22,8	-	32,9	-0,1	-4,5	-6,9	-	-3,8
2007 Jul	0,0	-1,7	0,0	-	52,2	-0,5	-23,3	-11,4	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	1,7

### 6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005	-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006	-758,3	773,9	-2,9	18,6	3,3	-3,0	1,2	-523,6	492,2	-134,2	84,1	-389,5	408,1	-235,1	25,0	261,8
2006 II	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
2006 III	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
2006 IV	-281,0	176,8	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,6	98,6	-73,6	28,2	-136,9	70,3	-63,8	18,1	76,8
2007 I	-414,2	322,8	-5,3	6,1	3,8	5,2	1,4	-290,4	266,7	-76,6	29,7	-213,9	237,0	-122,2	-39,2	48,5
2007 II	-223,3	211,2	-3,3	9,9	-15,6	-15,6	-0,1	-122,0	173,6	-83,0	53,0	-39,0	120,7	-82,4	-10,7	27,8
2006 Jul	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
2006 Ago	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
2006 Sep	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
2006 Oct	-106,9	84,8	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,5	64,3	-42,1	5,5	-36,5	58,8	-25,4	3,2	23,7
2006 Nov	-151,4	97,0	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,4	71,3	-10,8	27,9	-95,6	43,4	-41,7	-8,5	21,0
2006 Dic	-22,7	-5,0	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,6	-37,0	-20,8	-5,1	-4,8	-31,9	3,3	23,4	32,1
2007 Ene	-154,3	178,8	-1,4	3,8	1,0	1,3	-4,8	-100,6	154,6	-31,9	10,4	-68,7	144,2	-53,2	-33,3	25,1
2007 Feb	-130,7	116,5	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,4	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-37,3	-7,7	31,1
2007 Mar	-129,2	27,4	-0,3	2,7	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-31,8	1,8	-7,6
2007 Abr	-154,2	186,7	0,8	2,1	1,1	-2,3	0,5	-125,6	163,8	-17,0	9,1	-108,6	154,7	-30,4	-6,9	20,2
2007 May	-63,4	75,6	-2,5	-0,8	-4,8	-5,0	-0,3	-27,2	76,5	-25,1	38,2	-2,1	38,3	-28,9	-1,3	0,2
2007 Jun	-5,7	-51,1	-1,6	8,6	-11,9	-8,2	-0,3	30,8	-66,7	-41,0	5,6	71,7	-72,3	-23,0	-2,6	7,4
2007 Jul	-6,8	34,7	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,6	47,3	-13,2	12,1	-25,3	35,2	13,2	5,5	-4,0

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e instrumento

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

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-519,6	-4,1	489,2	3,0	-6,9	-217,7	-242,7	25,0	-10,6	15,1	239,9	6,8
2006 I	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
II	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
III	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
IV	-210,9	0,4	98,2	0,4	-1,7	-61,8	-79,8	18,1	-0,3	3,4	70,5	2,9
2007 I	-282,2	-8,3	264,7	2,0	-2,4	-111,6	-72,4	-39,2	-8,2	-2,0	45,2	5,3

### 8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles						Otros activos	
					Total	Efectivos y depósitos		Valores				Derivados financieros
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2006	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,4	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,2
2006 I	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
II	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
IV	-2,4	1,1	-0,2	1,6	-4,9	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,3	0,0	0,0
2007 I	-1,4	0,4	0,0	0,8	-2,6	1,4	-5,0	0,4	-5,5	6,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

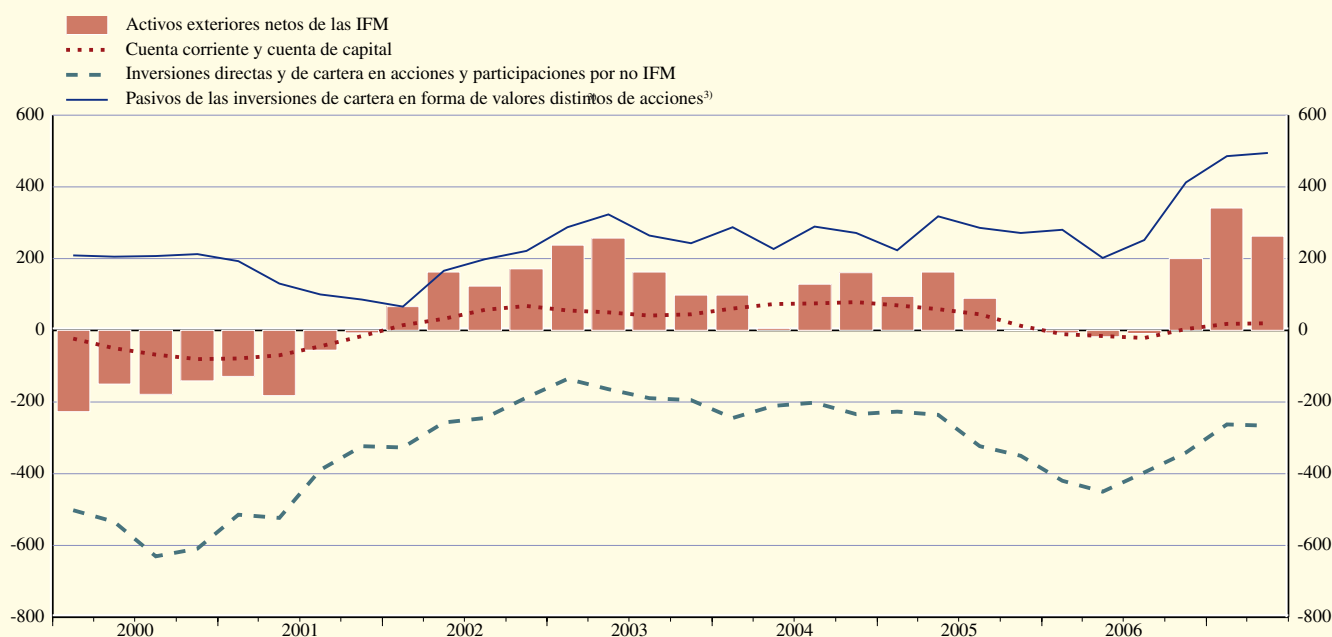
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	161,2
2005	12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006	2,8	-286,9	163,4	-247,1	228,8	413,0	-231,5	262,8	-1,9	-118,6	184,8	200,4
2006 II	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,2
III	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
IV	23,1	-63,3	20,9	-65,7	66,9	158,7	-69,4	73,4	-0,1	23,0	167,4	176,1
2007 I	2,8	-74,1	53,6	-50,5	88,6	147,2	-118,5	49,9	-17,2	9,2	90,9	102,0
II	-2,9	-107,0	29,5	-59,6	78,8	109,9	-98,0	27,7	-13,0	24,8	-9,9	-17,8
2006 Jul	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,9
Ago	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
Sep	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
Oct	-0,2	-14,7	8,9	-32,6	13,2	51,6	-27,8	21,5	6,4	-5,5	20,9	25,8
Nov	5,8	-10,7	1,6	-17,4	31,4	80,3	-45,5	22,5	-2,0	5,1	71,3	69,2
Dic	17,4	-37,9	10,3	-15,7	22,3	26,8	3,9	29,4	-4,4	23,3	75,3	81,1
2007 Ene	-3,7	-22,3	16,2	-19,3	34,2	47,2	-52,2	20,3	-4,6	-39,3	-23,6	-22,9
Feb	-4,5	-36,2	19,6	-21,1	42,9	41,7	-37,2	35,5	-8,4	15,5	48,0	40,6
Mar	11,1	-15,6	17,7	-10,1	11,5	58,3	-29,1	-5,9	-4,2	33,0	66,5	84,3
Abr	-3,7	-28,4	5,1	-16,2	-1,2	34,6	-29,3	20,7	-4,1	-14,0	-36,4	-39,9
May	-12,1	-30,1	19,0	-16,5	11,5	38,2	-33,7	-0,1	-1,9	11,0	-14,7	-14,3
Jun	12,9	-48,4	5,4	-27,0	68,4	37,0	-34,9	7,1	-7,0	27,8	41,2	36,4
Jul	4,1	-13,0	14,9	-7,2	37,5	13,5	31,2	-5,9	-10,7	-54,7	9,8	21,6
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2007 Jul	24,3	-300,9	138,3	-207,1	267,4	499,7	-267,7	185,5	-36,4	-37,2	265,8	280,1

## C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	2.407,1	910,8	49,3	76,1	469,3	255,4	60,8	31,6	55,3	156,8	389,7	862,9
Bienes	1.418,2	515,1	32,4	51,5	227,8	203,3	0,1	17,8	34,1	80,2	199,0	572,0
Servicios	435,4	156,4	9,0	11,9	104,7	25,5	5,4	6,5	11,1	42,5	79,2	139,8
Renta	465,9	174,9	7,4	12,1	125,2	23,9	6,4	6,8	9,9	28,2	104,2	141,9
de la cual: rentas de la inversión	449,8	169,5	7,3	12,0	123,4	23,7	3,0	6,7	9,9	21,8	102,7	139,2
Tranferencias corrientes	87,5	64,5	0,5	0,7	11,7	2,6	49,0	0,6	0,2	5,8	7,3	9,1
<b>Cuenta de capital</b>	25,5	20,8	0,0	0,0	0,8	0,1	19,8	0,0	0,4	0,4	0,9	2,9
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	2.404,7	794,1	40,2	73,5	384,2	199,0	97,3	24,2	88,5	148,4	338,4	1.011,1
Bienes	1.378,6	404,8	27,4	47,2	171,7	158,4	0,0	11,2	53,9	69,5	133,5	705,7
Servicios	399,1	129,4	7,3	9,6	84,3	28,1	0,1	5,8	7,6	30,9	86,0	139,4
Renta	463,4	156,2	5,0	15,9	118,6	9,1	7,7	5,5	26,5	42,7	112,0	120,6
de la cual: rentas de la inversión	453,7	150,6	4,9	15,8	117,4	4,8	7,7	5,4	26,3	42,2	111,1	118,2
Tranferencias corrientes	163,6	103,7	0,5	0,9	9,6	3,3	89,5	1,8	0,5	5,3	7,0	45,4
<b>Cuenta de capital</b>	12,1	1,8	0,0	0,2	1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,5	1,6	8,0
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	2,4	116,8	9,1	2,7	85,1	56,4	-36,5	7,3	-33,1	8,4	51,3	-148,2
Bienes	39,7	110,3	4,9	4,3	56,0	44,9	0,1	6,6	-19,8	10,7	65,5	-133,6
Servicios	36,4	27,0	1,7	2,3	20,4	-2,6	5,2	0,7	3,4	11,6	-6,7	0,4
Renta	2,5	18,7	2,5	-3,8	6,6	14,9	-1,4	1,3	-16,5	-14,4	-7,8	21,2
de la cual: rentas de la inversión	-3,9	18,9	2,4	-3,9	6,1	18,9	-4,7	1,3	-16,5	-20,4	-8,3	21,1
Tranferencias corrientes	-76,1	-39,2	0,0	-0,2	2,1	-0,8	-40,5	-1,2	-0,3	0,5	0,3	-36,2
<b>Cuenta de capital</b>	13,4	19,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	19,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-5,1

### 2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-147,6	-60,9	6,8	5,7	-49,5	-24,0	0,1	-10,8	9,5	-12,2	-35,7	26,3	-63,9
En el exterior	-343,2	-151,2	-0,1	3,0	-125,6	-28,4	0,0	-16,5	3,7	-16,8	-67,9	-32,8	-61,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-269,6	-129,7	-0,6	4,6	-106,7	-26,9	0,0	-6,8	6,0	-8,6	-48,4	-28,5	-53,6
Otro capital	-73,6	-21,6	0,5	-1,6	-18,9	-1,5	0,0	-9,6	-2,4	-8,2	-19,5	-4,3	-8,0
En la zona del euro	195,5	90,4	6,9	2,7	76,1	4,5	0,1	5,6	5,8	4,7	32,2	59,2	-2,3
Acc. y particip/ beneficios reinv.	140,2	61,4	7,9	-1,3	53,7	1,0	0,1	0,0	3,0	7,9	13,9	50,4	3,6
Otro capital	55,3	28,9	-1,0	4,0	22,4	3,5	0,0	5,7	2,9	-3,2	18,2	8,8	-5,9

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

#### 3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros	
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-445,7	-101,0	-7,2	-14,2	-80,7	-0,7	-445,7	1,7	-8,1	0,4	-3,7	-191,7	-96,6	-45,0
Acciones y participaciones	-58,5	2,7	-2,3	-0,9	4,4	1,5	-0,1	0,1	1,4	0,6	-33,9	-34,0	4,7	
Valores distintos de acciones	-387,2	-103,7	-4,9	-13,3	-85,1	-2,2	1,8	-8,2	-1,0	-4,3	-157,8	-62,6	-49,6	
Bonos y obligaciones	-293,1	-79,9	-5,0	-10,0	-65,8	-1,1	2,0	-6,5	-4,6	-1,7	-118,7	-36,7	-45,0	
Inst. del mercado monetario	-94,2	-23,8	0,2	-3,3	-19,3	-1,1	-0,2	-1,7	3,7	-2,6	-39,1	-25,9	-4,6	

#### 4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
II 2006 a I 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Otras inversiones</b>	-162,6	-214,3	-16,1	8,4	-192,6	-22,8	8,8	0,4	32,8	-9,9	64,5	-40,2	15,8	-11,7
Activos	-953,3	-701,8	-35,9	-4,3	-623,2	-35,4	-3,0	-0,6	15,4	-46,4	-67,4	-79,6	-3,3	-69,7
AAPP	-0,5	-8,8	-0,7	0,2	-7,8	0,0	-0,6	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	-1,1	9,8
IFM	-683,3	-476,2	-34,9	-1,3	-408,7	-31,2	-0,1	0,5	11,8	-42,2	-65,3	-54,4	-2,3	-55,2
Otros sectores	-269,5	-216,8	-0,4	-3,2	-206,7	-4,2	-2,3	-1,0	4,0	-4,2	-2,1	-25,2	0,1	-24,3
Pasivos	790,7	487,4	19,8	12,7	430,6	12,6	11,7	1,0	17,4	36,5	131,9	39,4	19,1	58,0
AAPP	4,8	5,5	0,0	0,0	0,2	0,0	5,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	0,1	2,5	-2,1
IFM	553,8	303,9	19,1	10,4	264,7	9,6	0,0	-0,4	15,3	38,7	98,6	33,4	16,5	47,8
Otros sectores	232,1	178,1	0,7	2,2	165,7	3,0	6,5	1,4	2,4	-1,6	33,5	5,9	0,1	12,3

#### 5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Inversiones directas</b>	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
En el exterior	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Otro capital	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
En la zona del euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Otro capital	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Acciones y participaciones	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Valores distintos de acciones	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Bonos y obligaciones	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Inst. del mercado monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
<b>Otras inversiones</b>	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Activos	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
AAPP	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Otros sectores	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Pasivos	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
AAPP	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Otros sectores	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Fuente: BCE.

## 7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

### 1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,1	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 IV	-1.059,4	-12,6	385,9	-1.510,3	-14,9	-245,9	325,8
2007 I	-1.073,2	-12,6	368,9	-1.594,1	6,9	-186,4	331,5
Activos: saldos vivos							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,4	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,6	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,2	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 IV	12.288,2	145,7	2.959,6	4.376,2	288,6	4.337,8	325,8
2007 I	12.995,2	152,1	3.019,3	4.562,3	339,2	4.742,9	331,5
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	116,9	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,3	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,3	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 IV	13.347,5	158,3	2.573,8	5.886,5	303,5	4.583,7	-
2007 I	14.068,4	164,7	2.650,4	6.156,4	332,3	4.929,3	-

### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 IV	2.385,7	192,6	2.193,1	574,0	2,8	571,1	1.937,8	47,7	1.890,2	635,9	10,1	625,8
2007 I	2.427,1	206,9	2.220,1	592,2	3,4	588,8	1.960,9	45,6	1.915,3	689,5	12,7	676,8

### 3. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones										
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario					
	Activos			Pasivos		Activos			Pasivos	Activos					Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM				
			AAPP					Otros sectores				AAPP	Otros sectores	AAPP		Otros sectores
1			2		3			4				5	6	7		8
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2	
2003	1,7	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0	
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1	
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6	
2006 IV	2,8	131,4	34,7	1.816,0	2.980,6	10,4	809,1	11,4	1.197,1	2.603,1	0,9	300,8	0,2	61,3	302,7	
2007 I	2,8	148,5	35,6	1.856,0	3.123,5	10,5	848,4	12,6	1.248,3	2.720,9	0,1	325,3	5,8	68,1	312,0	

Fuente: BCE.



#### 7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de periodo)

#### 4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema					AAPP						
	Activos		Pasivos			Activos				Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 IV	8,4	0,4	100,0	0,2	0,0	56,0	40,7	15,3	45,1	0,0	44,0	3,7
2007 I	13,6	0,3	105,9	0,3	0,0	52,0	41,8	10,2	45,0	0,0	46,1	3,9

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1
2006 IV	2.879,0	58,7	3.413,8	55,8	173,9	977,8	598,1	379,7	138,5	124,9	749,3	92,1
2007 I	3.141,4	70,0	3.657,9	64,4	185,1	1.088,2	650,5	437,8	147,2	131,4	812,0	107,4

#### 5. Reservas internacionales

	Activos de reserva											Pro memoria				
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva						Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera pre-terminados		
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores						Derivados financieros	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 III	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
2006 IV	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 I	331,5	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,4	0,1	84,6	24,7	0,3	0,0	25,1	-22,6
2007 Jun	325,3	172,8	358,767	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	-	-	-	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 Jul	328,8	173,6	357,491	4,7	4,1	146,4	5,1	30,8	110,3	-	-	-	0,2	0,0	25,1	-26,9
2007 Ago	330,4	175,2	357,219	4,8	4,0	146,5	6,2	28,5	111,5	-	-	-	0,2	0,0	28,5	-27,6
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 III	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
2006 IV	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 I	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	0,0	19,5	5,8	0,0	0,0	3,0	-0,6
2007 Jun	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-1,6
2007 Jul	41,4	9,4	19,442	0,4	0,0	31,6	0,7	4,3	26,5	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-2,2
2007 Ago	40,4	9,5	19,442	0,5	0,0	30,4	1,2	2,4	26,8	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,0

Fuente: BCE.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)						
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:				
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2003	-2,3	0,5	1.056,8	499,2	221,3	299,8	915,6	987,8	552,9	164,0	240,0	709,0	109,1	
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,8	246,7	314,6	994,9	1.073,2	604,4	183,3	255,4	767,5	129,2	
2005	7,8	13,5	1.237,2	590,1	269,6	334,7	1.068,2	1.223,1	705,0	206,5	275,9	842,5	186,3	
2006	11,2	13,4	1.380,6	665,0	289,6	369,6	1.182,9	1.392,6	827,7	208,9	304,4	938,6	225,2	
2006 I	16,1	22,7	332,4	159,2	71,4	90,3	282,8	338,8	199,1	53,3	74,2	224,2	55,5	
II	9,4	14,5	340,4	163,0	71,6	91,0	290,4	345,8	205,5	52,7	75,6	231,8	57,4	
III	8,0	10,4	346,7	168,0	71,5	92,1	296,8	352,6	212,4	51,4	75,9	236,3	60,0	
IV	11,7	7,7	361,1	174,8	75,1	96,2	312,9	355,3	210,8	51,5	78,6	246,3	52,4	
2007 I	9,7	5,4	367,2	176,2	77,6	97,1	312,9	359,5	212,5	52,9	79,1	251,0	46,9	
II	9,0	4,1	371,6	176,6	78,2	98,6	317,3	360,7	215,8	51,1	79,1	249,1	52,5	
2007 Feb	10,2	7,7	122,1	58,6	26,0	32,1	103,6	121,5	72,0	18,2	26,5	84,3	15,4	
Mar	7,1	0,7	123,2	59,0	25,9	32,5	106,2	117,9	69,3	16,4	26,7	83,1	15,3	
Abr	11,2	6,3	122,6	58,2	26,2	32,1	104,9	119,4	71,4	16,6	26,2	82,1	17,2	
May	6,7	1,7	123,3	58,7	25,9	32,7	105,7	120,0	72,3	16,9	26,1	83,4	18,0	
Jun	9,4	4,5	125,6	59,7	26,1	33,8	106,7	121,3	72,1	17,6	26,8	83,6	17,3	
Jul	14,7	11,7	125,0	.	.	.	.	125,7	.	.	.	.	.	
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2003	1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,2	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2	
2004	9,0	6,5	117,5	115,6	119,9	118,4	117,9	107,9	104,2	109,2	117,4	108,2	105,3	
2005	4,9	5,1	123,7	120,2	129,5	123,5	124,0	113,8	107,5	123,7	123,6	116,3	109,8	
2006	7,5	5,8	133,3	130,0	136,5	132,3	133,7	120,9	114,1	125,0	131,8	125,3	110,0	
2006 I	10,7	8,9	128,8	125,4	134,2	129,7	128,2	117,5	110,2	124,8	127,9	119,9	106,0	
II	5,2	4,0	132,0	128,4	135,5	129,9	132,0	119,6	112,5	126,0	132,1	124,6	107,4	
III	5,0	4,5	133,9	130,9	135,6	131,9	134,3	121,7	116,1	124,4	131,0	125,7	116,7	
IV	9,0	6,0	138,6	135,2	140,8	137,6	140,3	124,7	117,7	124,9	136,1	130,9	109,8	
2007 I	8,0	6,4	140,1	134,5	145,3	137,7	139,3	125,7	117,8	129,1	136,6	132,5	100,7	
II	6,0	3,7	140,1	133,4	145,3	139,0	140,1	124,2	117,1	126,2	135,9	131,3	105,6	
2007 Feb	7,9	8,6	139,4	134,0	146,3	135,9	138,2	127,3	119,7	131,4	137,1	133,0	101,2	
Mar	5,4	1,6	140,8	135,0	144,3	138,5	141,5	123,4	114,9	121,1	138,3	131,9	97,6	
Abr	8,4	6,7	139,2	132,5	146,0	136,1	139,3	124,1	117,2	122,9	134,8	129,9	105,3	
May	3,6	2,4	139,4	132,9	144,5	138,0	140,0	124,6	118,5	125,5	134,7	132,2	109,6	
Jun	6,3	2,2	141,8	134,7	145,4	142,9	141,0	124,0	115,7	130,3	138,1	131,9	101,9	
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4	
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,3	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,6	
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,6	
2006	3,5	7,3	103,7	104,5	98,6	106,6	101,8	112,7	123,1	91,3	105,1	101,7	166,7	
2006 I	4,9	12,8	103,4	103,7	99,0	106,2	101,6	112,9	122,6	93,3	105,6	101,5	170,3	
II	4,0	10,1	103,4	103,7	98,3	106,9	101,3	113,2	124,0	91,5	104,2	101,1	173,8	
III	2,8	5,6	103,8	104,8	98,1	106,5	101,7	113,4	124,1	90,4	105,4	102,1	167,1	
IV	2,5	1,5	104,4	105,6	99,2	106,7	102,6	111,5	121,5	90,1	105,1	102,2	155,5	
2007 I	1,6	-0,9	105,1	107,0	99,4	107,6	103,4	111,9	122,5	89,6	105,4	102,9	151,4	
II	2,8	0,4	106,3	108,2	100,2	108,2	104,3	113,6	125,1	88,5	105,9	103,0	161,9	
2007 Feb	2,1	-0,8	105,3	107,2	99,1	108,1	103,5	112,1	122,5	90,6	105,4	103,3	148,7	
Mar	1,6	-0,9	105,2	107,1	100,0	107,5	103,6	112,2	122,7	89,0	105,5	102,6	153,2	
Abr	2,6	-0,4	105,9	107,7	100,1	107,9	104,0	113,0	124,0	88,5	106,2	102,9	159,2	
May	3,0	-0,7	106,4	108,2	100,1	108,6	104,3	113,1	124,3	88,2	105,7	102,8	160,5	
Jun	2,9	2,2	106,6	108,6	100,3	108,2	104,5	114,8	126,9	88,8	105,8	103,3	166,0	
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (índices de comercio en términos reales y desestacionalización de índices de valor unitario).

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2003	1.056,8	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,2	135,3	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,6	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,1
2005	1.237,2	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,9
2006	1.380,6	31,2	49,6	214,7	193,7	55,2	77,2	38,5	199,6	53,6	34,5	183,5	77,1	54,4	118,0
2006 I	332,4	7,6	11,7	53,3	44,5	12,5	18,2	9,6	49,6	12,6	8,8	43,5	19,3	13,1	28,1
II	340,4	7,8	12,2	53,3	47,6	13,0	18,6	9,8	49,6	12,8	8,5	45,1	18,9	13,3	30,1
III	346,7	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,6	9,6	49,6	13,6	8,6	45,9	19,0	13,7	28,7
IV	361,1	8,0	13,1	53,8	52,1	15,5	20,9	9,5	50,8	14,6	8,6	48,9	19,8	14,2	31,2
2007 I	367,2	8,3	13,5	56,1	53,8	15,8	20,5	10,1	49,2	14,2	8,7	49,3	21,3	14,9	31,4
II	371,6	8,4	13,9	56,2	55,2	16,6	20,1	9,8	49,0	15,1	8,9	49,3	21,0	15,2	32,9
2007 Feb	122,1	2,8	4,4	18,7	17,8	5,2	6,8	3,2	16,4	4,8	2,9	16,3	7,1	5,0	10,6
Mar	123,2	2,8	4,5	18,6	18,2	5,4	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,4	7,1	5,0	11,4
Abr	122,6	2,8	4,4	18,5	18,2	5,4	6,7	3,3	16,8	4,9	2,9	16,1	7,0	5,1	10,4
May	123,3	2,8	4,7	18,8	18,5	5,6	6,8	3,3	15,9	5,2	2,9	16,3	7,0	5,1	10,4
Jun	125,6	2,7	4,8	18,9	18,5	5,6	6,6	3,2	16,3	5,0	3,0	16,9	7,0	5,0	12,1
Jul	125,0	.	.	.	.	5,7	6,4	3,3	16,2	5,0	3,0	16,8	7,1	5,0	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,5
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2003	987,8	23,7	36,9	138,6	108,9	47,3	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,6
2004	1.073,2	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	160,9	72,8	45,2	74,9
2005	1.223,1	26,3	42,2	152,6	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006	1.392,6	27,8	47,4	165,8	153,7	94,6	62,1	29,1	128,5	143,7	56,4	213,0	109,5	66,0	94,9
2006 I	338,8	6,9	11,4	41,4	35,3	23,4	15,0	7,0	31,6	33,2	14,2	52,3	26,9	15,6	24,6
II	345,8	6,8	11,4	42,7	37,3	24,5	15,4	7,5	31,8	35,0	14,0	53,7	27,0	15,9	22,8
III	352,6	7,1	12,0	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,3	35,9	14,2	54,3	27,7	16,7	24,7
IV	355,3	6,9	12,6	40,4	41,8	23,0	15,8	7,3	32,8	39,6	14,0	52,7	27,9	17,8	22,8
2007 I	359,5	7,0	12,8	40,3	42,0	22,9	16,7	7,9	33,3	41,8	14,7	52,3	26,0	18,1	23,8
II	360,7	7,1	13,0	41,4	43,6	23,7	16,6	7,9	32,1	39,9	14,1	53,0	27,4	17,5	23,7
2007 Feb	121,5	2,3	4,2	13,6	13,9	7,7	5,6	2,7	11,4	13,9	5,0	18,0	8,9	6,1	8,3
Mar	117,9	2,3	4,2	13,2	14,1	7,6	5,6	2,6	10,7	14,2	4,7	16,7	8,3	5,8	8,0
Abr	119,4	2,4	4,3	13,9	14,2	8,0	5,6	2,6	10,7	13,0	4,5	17,6	8,6	5,7	8,2
May	120,0	2,3	4,4	13,6	14,6	7,8	5,5	2,6	11,0	13,3	4,9	17,8	9,3	5,9	7,1
Jun	121,3	2,4	4,3	13,9	14,8	7,9	5,5	2,7	10,4	13,5	4,6	17,5	9,4	5,9	8,4
Jul	125,7	.	.	.	.	8,2	5,6	2,7	10,8	14,6	5,0	18,2	9,4	5,9	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,3	7,9	4,7	6,8
<b>Saldo</b>															
2003	69,1	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	15,3
2004	69,6	0,4	2,4	60,4	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,4	-51,8	-21,1	-10,6	-8,5	-4,9	21,2
2005	14,1	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	22,0
2006	-11,9	3,4	2,2	48,9	40,0	-39,4	15,1	9,5	71,1	-90,1	-21,9	-29,6	-32,4	-11,7	23,1
2006 I	-6,5	0,7	0,3	11,9	9,2	-10,8	3,1	2,6	18,0	-20,6	-5,3	-8,8	-7,7	-2,5	3,4
II	-5,4	0,9	0,8	10,6	10,3	-11,5	3,2	2,3	17,8	-22,2	-5,6	-8,6	-8,0	-2,6	7,3
III	-5,8	0,7	0,7	13,0	10,1	-9,6	3,6	2,4	17,3	-22,3	-5,6	-8,3	-8,7	-3,0	4,0
IV	5,7	1,1	0,5	13,4	10,4	-7,4	5,1	2,2	18,0	-25,0	-5,4	-3,8	-8,0	-3,6	8,3
2007 I	7,7	1,4	0,7	15,8	11,8	-7,1	3,8	2,2	15,9	-27,6	-6,0	-2,9	-4,7	-3,2	7,6
II	10,9	1,4	0,9	14,8	11,7	-7,1	3,5	1,9	16,9	-24,8	-5,2	-3,7	-6,4	-2,3	9,2
2007 Feb	0,6	0,5	0,2	5,1	4,0	-2,5	1,2	0,5	5,0	-9,1	-2,1	-1,7	-1,8	-1,1	2,3
Mar	5,3	0,5	0,3	5,3	4,1	-2,2	1,1	0,7	5,5	-9,4	-1,8	-0,2	-1,1	-0,8	3,4
Abr	3,2	0,4	0,1	4,6	4,1	-2,6	1,2	0,6	6,1	-8,2	-1,6	-1,6	-1,6	-0,6	2,2
May	3,3	0,6	0,3	5,1	4,0	-2,3	1,3	0,7	4,9	-8,1	-2,0	-1,4	-2,3	-0,8	3,3
Jun	4,4	0,4	0,5	5,1	3,7	-2,2	1,0	0,5	5,9	-8,5	-1,6	-0,7	-2,4	-0,9	3,7
Jul	-0,7	.	.	.	.	-2,4	0,9	0,6	5,4	-9,6	-2,0	-1,4	-2,3	-0,8	.

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



## TIPOS DE CAMBIO

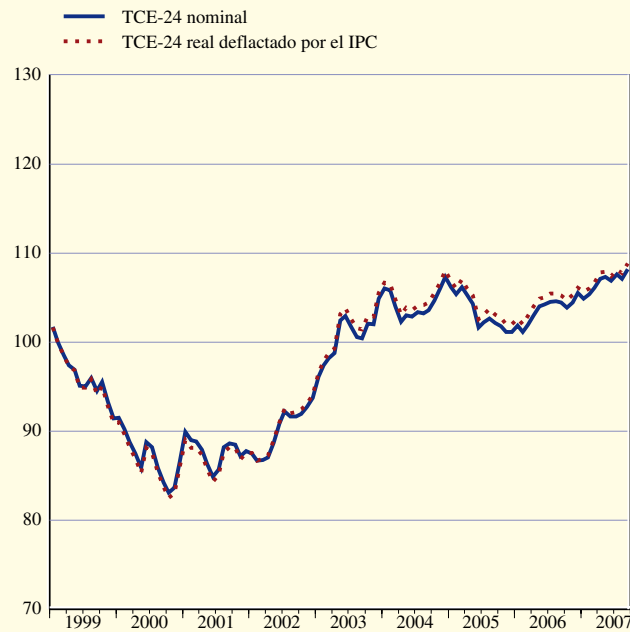
### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(medias del período; índice 1999 I=100)

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

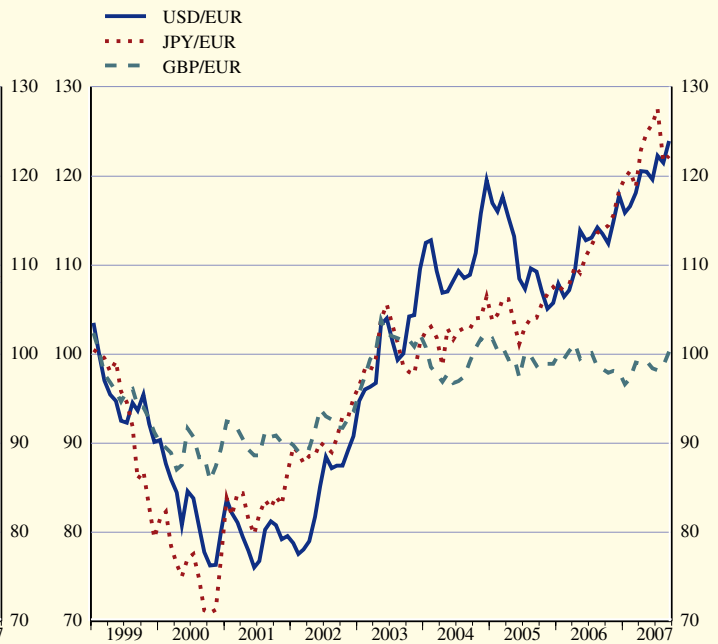
### C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



### C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007 I	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1.230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
II	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1.252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
III	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1.274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
2007 Mar	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1.248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
Abr	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1.257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
May	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1.253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
Jun	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1.245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
Jul	7,4410	9,1842	0,67440	1,3716	166,76	1,6567	1.259,70	10,7247	2,0789	1,4417	7,9380	1,5809
Ago	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1.273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
Sep	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1.291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
	% variación sobre mes anterior											
2007 Sep	0,1	-0,4	1,7	2,0	0,5	0,6	1,4	1,6	1,3	-1,0	-1,8	0,0
	% variación sobre año anterior											
2007 Sep	-0,1	0,2	2,0	9,2	7,3	4,0	6,5	9,2	4,5	0,5	-5,2	-2,3

	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano <sup>1)</sup>
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258
2007 I	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812
II	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789
III	27,941	15,6466	0,58417	0,6988	3,4528	251,82	0,4293	3,7900	33,579	1,9558	3,2321
2007 Mar	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692
Abr	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338
May	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836
Jun	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243
Jul	28,359	15,6466	0,58412	0,6969	3,4528	246,90	0,4293	3,7682	33,326	1,9558	3,1345
Ago	27,860	15,6466	0,58420	0,6978	3,4528	255,20	0,4293	3,8116	33,603	1,9558	3,2246
Sep	27,573	15,6466	0,58420	0,7021	3,4528	253,33	0,4293	3,7891	33,829	1,9558	3,3481
	% variación sobre mes anterior										
2007 Sep	-1,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-0,7	0,0	-0,6	0,7	0,0	3,8
	% variación sobre año anterior										
2007 Sep	-2,9	0,0	1,3	0,9	0,0	-7,7	0,0	-4,4	-9,8	0,0	-5,1

	Yuan renminbi chino <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>2)</sup>	Corona islandesa	Rupia indonesia <sup>2)</sup>	Ringgit malasio <sup>2)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino <sup>2)</sup>	Rublo ruso <sup>2)</sup>	Rand sudafricano	Baht tailandés <sup>2)</sup>	Nueva lira turca <sup>3)</sup>
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777.052
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771
2006	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090
2007 I	10,1688	7,3656	89,28	11.934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492
II	10,3476	7,3494	85,82	12.082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029
III	10,3834	7,3080	86,71	12.705,62	4,7608	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	1,7685
2007 Mar	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659
Abr	10,4400	7,3967	88,36	12.290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362
May	10,3689	7,3258	85,12	11.927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029
Jun	10,2415	7,3313	84,26	12.056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728
Jul	10,3899	7,2947	83,16	12.441,28	4,7184	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	1,7574
Ago	10,3162	7,3161	88,46	12.765,65	4,7457	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	1,7921
Sep	10,4533	7,3134	88,59	12.927,37	4,8249	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	1,7536
	% variación sobre mes anterior										
2007 Sep	1,3	0,0	0,1	1,3	1,7	3,0	1,7	0,7	0,5	2,8	-2,1
	% variación sobre año anterior										
2007 Sep	3,5	-1,1	-0,8	11,0	3,3	-0,5	-0,2	3,3	4,6	-6,4	-7,1

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>IAPC</b>														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 IV	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2007 I	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
II	4,7	2,6	1,5	5,8	1,8	8,5	5,0	8,5	-0,9	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
2007 Abr	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
May	4,5	2,4	1,7	5,9	1,9	7,8	5,0	8,4	-1,0	2,3	3,9	1,5	1,2	2,5
Jun	5,3	2,6	1,3	6,0	1,7	8,9	5,0	8,5	-0,6	2,6	3,9	1,5	1,3	2,4
Jul	6,8	2,5	1,1	6,5	2,3	9,5	5,1	8,3	-0,2	2,5	4,1	1,2	1,4	1,9
Ago	9,3	2,6	0,9	6,1	2,2	10,2	5,6	7,1	0,6	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
<b>Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>														
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>														
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje: media del período</b>														
2007 Mar	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
Abr	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
May	4,26	4,23	4,34	-	4,44	6,03	4,36	6,53	4,61	5,29	7,39	4,40	4,15	5,20
Jun	4,57	4,53	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
Jul	4,79	4,59	4,58	-	4,44	5,28	4,89	6,58	5,18	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
Ago	4,79	4,48	4,39	-	4,44	5,32	4,80	6,80	4,94	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje: media del período</b>														
2007 Mar	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
Abr	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
May	4,40	2,77	4,28	4,69	3,99	9,99	4,89	-	4,23	4,44	7,62	4,16	3,57	5,77
Jun	4,53	2,93	4,37	4,74	3,99	8,09	4,91	8,02	4,36	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
Jul	4,69	3,07	4,42	4,73	4,05	6,66	4,97	7,87	4,48	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
Ago	4,80	3,28	4,66	4,94	4,43	7,99	5,25	7,83	4,36	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
<b>PIB real</b>														
2005	6,2	6,5	3,1	10,2	3,9	10,6	7,6	4,1	3,1	3,6	4,2	6,0	2,9	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	3,8	11,9	7,5	3,9	3,2	6,1	7,7	8,3	4,2	2,8
2006 IV	5,7	6,1	3,7	11,0	3,7	11,7	7,0	3,1	3,4	6,9	7,7	9,6	4,3	3,2
2007 I	6,2	6,2	2,7	10,1	4,0	11,2	8,0	2,6	3,5	6,8	6,0	9,0	3,4	3,1
II	6,6	6,0	0,6	7,6	3,8	11,0	7,7	1,6	3,7	6,9	5,6	9,4	3,2	3,1
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>														
2005	-11,0	-1,5	3,9	-9,3	-5,4	-11,2	-5,9	-6,0	-5,5	-1,3	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,1	-2,8	2,5	-13,2	-5,8	-21,1	-9,6	-5,9	-3,7	-2,6	-10,4	-8,4	6,7	-3,2
2006 IV	-24,5	-4,8	1,3	-14,1	-25,4	-26,0	-10,5	-4,1	-4,0	-3,3	-10,7	-7,3	7,4	-3,8
2007 I	-27,2	2,1	-1,4	-21,1	-13,2	-24,4	-12,2	-5,0	-10,1	-2,4	-16,8	0,1	9,4	-3,6
II	-18,2	-4,8	2,7	-12,9	-6,2	-22,7	-14,6	-6,6	-4,7	-4,2	-16,3	-7,9	.	-2,4
<b>Costes laborales unitarios</b>														
2005	2,4	-0,7	1,0	2,6	1,3	15,2	3,4	3,1	0,3	0,3	.	0,5	0,6	3,9
2006	4,5	1,0	2,1	8,0	0,1	14,0	7,0	.	0,5	.	.	1,2	-0,4	2,5
2006 IV	7,1	1,8	3,4	11,2	-	-	10,0	-	0,5	-	-	0,6	0,1	1,8
2007 I	14,6	3,1	4,5	16,0	-	-	9,2	-	-0,3	-	-	0,3	4,5	0,5
II	13,2	2,6	5,5	20,1	-	-	8,1	-	-0,2	-	-	-0,6	3,9	2,5
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,2	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,4	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 IV	8,2	6,5	3,7	5,5	4,2	6,3	4,8	7,5	6,9	12,2	7,2	12,3	6,4	5,3
2007 I	7,7	5,8	3,9	4,9	4,0	6,3	4,7	7,3	6,6	10,9	6,5	11,3	6,4	5,4
II	7,0	5,6	3,7	5,2	4,0	5,8	4,3	7,2	6,5	9,9	6,7	11,3	5,9	5,3
2007 Abr	7,2	5,7	3,7	5,1	4,0	5,9	4,4	7,2	6,4	10,2	6,7	11,3	6,1	5,3
May	7,0	5,6	3,7	5,2	4,0	5,8	4,4	7,2	6,5	10,0	6,7	11,3	6,0	5,3
Jun	6,8	5,5	3,7	5,2	3,8	5,7	4,2	7,2	6,4	9,6	6,8	11,2	5,6	5,2
Jul	6,7	5,4	3,3	5,5	4,0	5,6	4,3	7,3	6,3	9,4	7,1	11,1	5,4	.
Ago	6,5	5,3	3,3	5,5	3,9	5,5	4,1	7,3	6,4	9,1	7,2	11,1	5,5	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

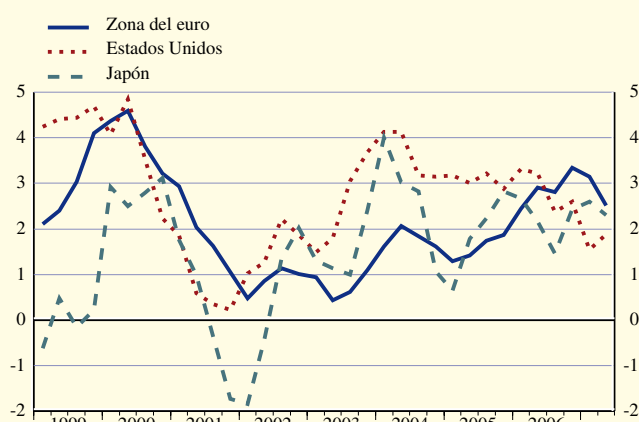
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 III	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
IV	1,9	0,4	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-1,9	48,5
2007 I	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,3	5,36	4,68	1,3106	-2,6	49,4
II	2,7	3,7	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	.	.
III	.	.	.	.	.	.	5,45	4,74	1,3738	.	.
2007 May	2,7	-	-	2,1	4,5	6,3	5,36	4,75	1,3511	-	-
Jun	2,7	-	-	1,9	4,5	6,1	5,36	5,11	1,3419	-	-
Jul	2,4	-	-	2,3	4,6	6,1	5,36	5,01	1,3716	-	-
Ago	2,0	-	-	1,6	4,6	6,7	5,48	4,68	1,3622	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	5,49	4,51	1,3896	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 III	0,6	-2,8	1,4	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,6	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
II	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,89	1,72	161,90	.	.
2007 May	0,0	-	-	3,8	3,8	1,5	0,67	1,67	163,22	-	-
Jun	-0,2	-	-	1,1	3,7	1,9	0,73	1,89	164,55	-	-
Jul	0,0	-	-	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	-	-
Ago	-0,2	-	-	4,3	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	0,99	1,61	159,82	-	-

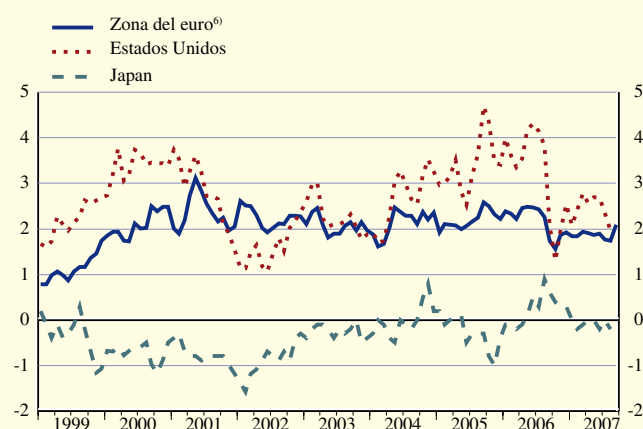
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector ( <i>intermediarios financieros</i> )	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ( <i>intermediarios financieros</i> )	S17
C10	Depósitos totales por sector ( <i>sociedades no financieras y hogares</i> )	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ( <i>sociedades no financieras y hogares</i> )	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S45
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S65
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ,  $C_t^M$  el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ,  $E_t^M$  el ajuste por variaciones del tipo de cambio y  $V_t^M$  otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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:

$$h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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-

dos<sup>3</sup>. 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](http://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 VALORES<sup>4</sup>

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](http://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 IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.





## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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](mailto: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 2 de octubre de 2007.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2007 se refieren al Euro-13 (la zona del euro que incluye Eslovenia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001 y el 2007, calculadas tomando como base los años 2000 y 2006, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia y de Eslovenia, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovenia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren

al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. A partir del 2007 los datos se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.



En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada en-

idad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

#### CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre las interacciones entre estos sectores y entre el resto del mundo de la zona del euro. Los datos que se presentan sobre precios corrientes —no desestacionalizados y a precios corrientes— corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: 1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; 2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; 3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; 4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; 5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financia-

ción), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro (es decir, cuentas 1 a 5 descritas anteriormente), siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro

trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o

índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con

los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de

crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de inte-



rés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual

por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>3</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>4</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>5</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>6</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>7</sup>, 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<sup>8</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.



1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>9</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>10</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmf.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la ba-

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

10 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

lanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral, o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se

recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, que se actualizó el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importacio-

nes, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

### TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-24 está integrado por los 14 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia,

Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

### EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

### 14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

### 3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

### 1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

### 16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

### 12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

### 2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

**6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

**8 DE JUNIO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

**6 DE JULIO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

**3 DE AGOSTO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

**31 DE AGOSTO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad margi-

nal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

**5 DE OCTUBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

**2 DE NOVIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

**7 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

**21 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores:

las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

#### 11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

#### 8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%,

respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

#### 12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

#### 6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

#### 5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE Y 4 DE OCTUBRE DE 2007

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







## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre julio y septiembre del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

«Informe Anual 2006», abril 2007.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Convergence Report December 2006».

«Informe de Convergencia 2006: Introducción y resumen», diciembre 2006.

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.

«Salvos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.

«Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.

«El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.

«Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.

«“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.

«La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.

«Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 2006.

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.



«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.  
 «Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.  
 «Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.  
 «La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.  
 «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.  
 «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.  
 «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.  
 «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.  
 «Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.  
 «Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.  
 «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.  
 «Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.  
 «Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.  
 «Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.  
 «Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.  
 «Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.  
 «Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.  
 «Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

#### STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.
- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.

- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.
- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.

- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.

#### **BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN**

- Research Bulletin, n.º 4, abril 2006 (sólo Internet).
- Research Bulletin, n.º 5, diciembre 2006.
- Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

- 773 «Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery», por G. Schnabl, julio 2007.
- 774 «Shocks, structures or monetary policies? The euro area and the United States after 2001», por L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, julio 2007.
- 775 «The dynamic behaviour of budget components and output», por A. Afonso y P. Claeys, julio 2007.
- 776 «Insights gained from conversations with labour market decision-makers», por T. F. Bewley, julio 2007.
- 777 «Downward nominal wage rigidity in the OECD», por S. Holden y F. Wulfsberg, julio 2007.
- 778 «Employment protection legislation and wages», por M. Leonardi y G. Pica, julio 2007.
- 779 «On-the-job search and the cyclical dynamics of the labour market», por M. U. Krause y T. A. Lubik, julio 2007.
- 780 «Dynamics and monetary policy in a fair wage model of the business cycle», por D. de la Croix, G. de Walque y R. Wouters, julio 2007.
- 781 «Wage inequality in Spain: recent developments», por M. Izquierdo y A. Lacuesta, julio 2007.
- 782 «Panel data estimates of the production function and product and labour market imperfections», por S. Dobbelaere y J. Mairesse, julio 2007.
- 783 «The cyclicality of effective wages within employer-employee matches: evidence from German panel data», por S. Anger, julio 2007.
- 784 «Understanding the dynamics of labour shares and inflation», por M. Lawless y K. Whelan, julio 2007.
- 785 «Aggregating Phillips curves», por J. Imbs, E. Jondeau y F. Pelgrin, julio 2007.
- 786 «The economic impact of merger control: what is special about banking?», por E. Carletti, P. Hartmann y S. Ongena, julio 2007.
- 787 «Finance and growth: a macroeconomic assessment of the evidence from a European angle», por E. Papaioannou, julio 2007.
- 788 «Evaluating the real effect of bank branching deregulation: comparing contiguous counties across US state borders», por R. R. Huang, julio 2007.
- 789 «Modelling the impact of external factors on the euro area's HICP and real economy: a focus on pass-through and the trade balance», por L. Landolfo, julio 2007.
- 790 «Asset prices, exchange rates and the current account», por M. Fratzscher, L. Juvenal y L. Sarno, agosto 2007.
- 791 «Inquiries on dynamics of transition economy convergence in a two-country model», por J. Brůha y J. Podpiera, agosto 2007.
- 792 «Euro area market reactions to the monetary developments press release», por J. Coffinet y S. Gouteron, agosto 2007.

- 793 «Structural econometric approach to bidding in the main refinancing operations of the Eurosystem», por N. Cassola, C. Ewerhart y C. Morana, agosto 2007.
- 794 «(Un)naturally low? Sequential Monte Carlo tracking of the US natural interest rate», por M. J. Lombardi y S. Sgherri, agosto 2007.
- 795 «Assessing the impact of a change in the composition of public spending: a DSGE approach», por R. Straub y I. Tchakarov, agosto 2007.
- 796 «The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area», por E. Hahn, agosto 2007.
- 797 «Joint estimation of the natural rate of interest, the natural rate of unemployment, expected inflation, and potential output», por L. Benati y G. Vitale, agosto 2007.
- 798 «The transmission of US cyclical developments to the rest of the world», por S. Dées e I. Vansteenkiste, agosto 2007.
- 799 «Monetary policy shocks in a two-sector open economy: an empirical study», por R. Llaudes, agosto 2007.
- 800 «Is the corporate bond market forward-looking?», por J. Hilscher, agosto 2007.
- 801 «Uncovered interest parity at distant horizons: evidence on emerging economies and non-linearities», por A. Mehl y L. Cappiello, agosto 2007.
- 802 «Investigating time variation in the marginal predictive power of the yield spread», por L. Benati y C. Goodhart, agosto 2007.
- 803 «Optimal monetary policy in an estimated DSGE for the euro area», por S. Adjemian, M. Darracq Pariès y S. Moyen, agosto 2007.
- 804 «Growth accounting for the euro area: a structural approach», por T. Proietti y A. Musso, agosto 2007.
- 805 «The pricing of risk in European credit and corporate bond markets», por A. Berndt e I. Obreja, agosto 2007.
- 806 «State dependency and firm-level optimisation: a contribution to Calvo price staggering», por P. McAdam y A. Willman, agosto 2007.
- 807 «Cross-border lending contagion in multinational banks», por A. Derviz y J. Podpiera, septiembre 2007.
- 808 «Model misspecification, the equilibrium natural interest rate y the equity premium», por O. Tristani, septiembre 2007.
- 809 «Is the new Keynesian Phillips curve flat?», por K. Kuester, G. J. Müller y S. Stoelting, septiembre 2007.
- 810 «Inflation persistence: euro area and new EU Member States», por M. Franta, B. Saxa y K. Šmídková, septiembre 2007.
- 811 «Instability and non-linearity in the euro area Phillips curve», por A. Musso, L. Stracca y D. van Dijk, septiembre 2007.
- 812 «The uncovered return parity condition», por L. Cappiello y R. A. De Santis, septiembre 2007.
- 813 «The role of the exchange rate for adjustment in boom and bust episodes», por R. Martin, L. Schuknecht y I. Vansteenkiste, septiembre 2007.
- 814 «Choice of currency in bond issuance and the international role of currencies», por N. Siegfried, E. Simeonova y C. Vespro, septiembre 2007.
- 815 «Do international portfolio investors follow firms' foreign investment decisions?», por R. A. De Santis y P. Ehling, septiembre 2007.
- 816 «The role of credit aggregates and asset prices in the transmission mechanism: a comparison between the euro area and the United States», por S. Kaufmann y M. T. Valderrama, septiembre 2007.

#### OTRAS PUBLICACIONES

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).

«Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Hacia una zona única de pagos para el euro: objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).

«Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).

«Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (sólo en Internet).

«National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.

«Estadísticas del BCE: Panorámica general», abril 2006.

«TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.

«Financial Stability Review», junio 2006.

«Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).

«Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).

«Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.

«Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes en los nuevos Estados miembros participantes», agosto 2006.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», septiembre 2006.

«Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.

«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2006.

«EU banking sector stability», noviembre 2006.

«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.

«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«La opinión del Eurosistema sobre una “SEPA para las tarjetas”», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2006.

«The European Central Bank - History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.

«Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Research Bulletin No 5», diciembre 2006.

«Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.

«Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

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

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

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

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

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

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

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

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

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

«Financial Stability Review», junio 2007.

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

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

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

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

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

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

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

#### FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», mayo 2006.

«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.

«The single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», noviembre 2006.

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





## GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

**Cuenta financiera:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indexada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Otras inversiones:** rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

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

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

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

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

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

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

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

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

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