



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE

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 DICIEMBRE 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 5 de diciembre de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	ANEXOS	
Entorno exterior de la zona del euro	9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Evolución monetaria y financiera	16	El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
Precios y costes	60	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	IX
Producto, demanda y mercado de trabajo	73	Glosario	XVII
Evolución de las finanzas públicas	80		
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	89		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	93		
Recuadros			
1 Nuevas estimaciones de los saldos de M3 de la zona del euro por sectores	20		
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 13 de noviembre de 2007	32		
3 Evidencia del impacto de las recientes tensiones en los mercados financieros procedente de las encuestas sobre préstamos bancarios en las principales economías industrializadas	44		
4 Precios de los alimentos en la zona del euro: Evolución reciente y perspectivas	62		
5 La política agrícola común de la Unión Europea en el contexto del aumento de los precios de los alimentos en los mercados internacionales	65		
6 Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica: Análisis más detallado de la evolución reciente	70		
7 Compromisos políticos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	85		
8 El tratado de Lisboa	86		
9 Supuestos técnicos	89		
10 Previsiones de otras instituciones	92		

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 6 de diciembre 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, celebrada el 8 de noviembre, ha confirmado la existencia de fuertes presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, que en noviembre se situó en el 3,0% según el IAPC. Esta información también corrobora plenamente la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. En este contexto, y considerando el gran vigor del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro, el Consejo de Gobierno está preparado para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como exige su mandato. Aunque los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos, la valoración del riesgo en los mercados financieros sigue sujeta a revisión y continúa existiendo incertidumbre acerca de su posible influencia sobre la economía real. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. Actuando con firmeza y en el momento oportuno, sobre la base de su evaluación, el Consejo de Gobierno garantizará que los efectos de segunda vuelta y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse. Mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios resulta esencial en un período de volatilidad de los mercados financieros y de aumento de la incertidumbre. En cuanto a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando mucha atención a su evolución en los próximos meses.

Comenzando con el análisis económico, de acuerdo con la primera estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,7% en el tercer trimestre del 2007, en consonancia con la estimación preliminar. La demanda interna siguió siendo el principal determinante del crecimiento económico durante el tercer trimestre, lo que confirma el carácter sostenido de la expansión económica de la zona del euro. La información más reciente relativa a la actividad económica procedente de diversas encuestas de confianza y estimaciones basadas en indica-

dores económicos apoya la valoración de que el crecimiento ha continuado durante el último trimestre de este año aunque, probablemente, a un ritmo más moderado que en el tercer trimestre. En general, los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos. La rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y el desempleo ha disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años.

Las proyecciones macroeconómicas de diciembre del 2007 de los expertos del Eurosistema también reflejan estos factores. Se proyecta que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,8% en el 2007, entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008, y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2009. En comparación con las proyecciones de septiembre elaboradas por los expertos del BCE, el intervalo estimado para el crecimiento del PIB real en el 2008 se ha revisado ligeramente a la baja, mientras que el referido al 2007 se encuentra en la parte superior del previsto anteriormente. En general, las previsiones disponibles elaboradas por organismos internacionales confirman esta perspectiva.

Este escenario de mantenimiento del crecimiento del PIB real en consonancia, en general, con su tendencia potencial se fundamenta en la expectativa de que la economía mundial mantendrá su dinamismo y de que la ralentización del crecimiento económico de Estados Unidos se verá parcialmente compensada por la continuada fortaleza de las economías de los mercados emergentes. Por tanto, la demanda externa debería seguir respaldando las exportaciones y la inversión en la zona del euro. El crecimiento del consumo también debería contribuir al crecimiento económico, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, en un contexto favorable de incremento continuado del empleo. Con todo, en vista del posible impacto sobre la economía real de la actual volatilidad de los mercados financieros y de los cambios en la valoración del riesgo, el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico apuntan a ritmos más lentos y se relacionan prin-



principalmente con la posibilidad de una incidencia más generalizada sobre las condiciones de financiación, la confianza y el crecimiento mundial y de la zona del euro de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, con posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, así como con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC volvió a incrementarse notablemente en noviembre del 2007 hasta situarse en el 3,0%, frente al 2,6% de octubre. Los precios del petróleo han registrado un fuerte aumento durante los últimos meses, y los precios de los alimentos se han incrementado considerablemente, reflejando el alza de la demanda mundial. Además, como el Consejo de Gobierno señaló en anteriores ocasiones, los efectos desfavorables de los precios de la energía están ejerciendo actualmente una notable influencia al alza sobre las tasas interanuales de inflación medida por el IAPC, como resultado del pronunciado descenso de los precios del petróleo de hace un año.

De cara al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en niveles significativamente superiores al 2% en los próximos meses, y es probable que se modere sólo de forma gradual en el 2008. Por tanto, el período transitorio de tasas de inflación elevadas sería más prolongado de lo previsto anteriormente. Las proyecciones de diciembre de los expertos del Eurosistema estiman que la inflación anual medida por el IAPC se sitúe entre el 2,0% y el 2,2% en el 2007, y que aumente hasta situarse en niveles comprendidos entre el 2,0% y el 3,0% en el 2008. Para el 2009, se proyectan tasas de inflación medida por el IAPC entre el 1,2% y el 2,4%. En comparación con las proyecciones de septiembre del 2007 de los expertos del BCE, los intervalos previstos para la inflación medida por el IAPC en el 2007 y el 2008 se han revisado al alza. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales que incluyen la evolución reciente de la inflación ofrecen, en general, un panorama similar.

Estas proyecciones reflejan en gran medida la trayectoria esperada de los precios del petróleo y de los alimentos, que, según indican los precios de los futuros sobre estos productos de que se dispone, registrarán una desaceleración durante el próximo año. En el ámbito interno, se proyecta un incremento de los costes laborales unitarios durante el período considerado. En este contexto, es importante señalar que las proyecciones de los expertos se basan en el supuesto fundamental de que el reciente dinamismo de los precios del petróleo y de los alimentos y su incidencia sobre la inflación medida por el IAPC no tendrá efectos de segunda vuelta generalizados sobre la fijación de los salarios. Otro supuesto fundamental es que el aumento de los márgenes de beneficio se moderará durante el período considerado. En conjunto, estos dos supuestos constituyen, en el contexto de las proyecciones de los expertos, una continuación del carácter contenido de las presiones de los costes internos, que contribuye a la moderación de la inflación proyectada para el 2009.

En opinión del Consejo de Gobierno, se ha confirmado plenamente que los riesgos para las perspectivas a medio plazo relativas a la evolución de los precios apuntan al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, manteniendo el fuerte crecimiento de los últimos meses, y de aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Asimismo, considerando la existencia de restricciones de capacidad, el vigoroso crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres y la favorable evolución de los mercados de trabajo, es posible un crecimiento de los salarios más dinámico de lo esperado. Además, no puede descartarse un aumento de la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades y evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta sobre la fijación de precios y salarios derivados del reciente aumento de los precios de las materias primas. Para ello, debe eliminarse la indicación explícita o de facto de los salarios nominales a los precios.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. El crecimiento monetario y crediticio ha mantenido su vigor durante los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de M3, que se situó en el 12,3% en octubre, puede haberse visto influida por diversos factores de naturaleza temporal, como el aplanamiento de la curva de rendimientos, las perturbaciones de los mercados financieros y operaciones específicas asociadas con la reestructuración de grupos bancarios. Sin embargo, aun teniendo en cuenta estos factores particulares, la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo fuerte. Asimismo, el crecimiento sostenido de los préstamos al sector privado interno, que aumentó a una tasa interanual del 11,2% en octubre, indica que la expansión monetaria ha continuado siendo vigorosa. Por tanto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento a fin de detectar tendencias subyacentes asociadas a presiones inflacionistas a más largo plazo y entender mejor la evolución a más corto plazo.

Dicho seguimiento permitirá obtener una descripción más completa de la respuesta del sector privado al aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Considerando la evolución reciente de los mercados financieros, actualmente reviste especial importancia realizar una evaluación general de las tendencias subyacentes de la expansión monetaria y crediticia. El incremento de la volatilidad financiera puede influir en el comportamiento a corto plazo de los tenedores del dinero y, en consecuencia, complicar la obtención de la tendencia subyacente de la evolución monetaria. Paralelamente, los datos monetarios y crediticios también pueden ofrecer información relevante sobre cómo instituciones financieras, hogares y empresas han respondido a las perturbaciones de los mercados financieros.

No obstante, por el momento, existen pocas pruebas de que las perturbaciones observadas en los mercados financieros desde principios de agosto hayan influido significativamente en la evolución del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque algunas partidas del balance, como las participaciones en fondos del mercado

monetario, puedan haberse visto afectadas. De hecho, los préstamos a hogares y a sociedades no financieras han mantenido su dinamismo en los últimos meses, lo que puede indicar que no han existido restricciones para la oferta de crédito. Se necesitarán nuevos datos y análisis para conocer con más precisión la influencia de la evolución de los mercados financieros en los balances de las entidades de crédito, en las condiciones de financiación y en la expansión monetaria y crediticia.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma plenamente la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, considerando el vigor de la expansión monetaria y crediticia en el zona del euro y en un entorno de solidez de los fundamentos económicos de la zona del euro. Paralelamente, la valoración del riesgo en los mercados financieros sigue sujeta a revisión y continúa existiendo incertidumbre acerca de su incidencia en la economía real. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores. La política monetaria del BCE está preparada para contrarrestar los riesgos al alza para la estabilidad de precios, como lo exige su mandato. Particularmente, para que el reciente aumento de la inflación mantenga su carácter transitorio, resulta fundamental que los efectos de segunda vuelta no se materialicen por efecto de la incidencia de las actuales tasas de inflación sobre la fijación de precios y salarios. Actuando con firmeza y en el momento oportuno, sobre la base de su evaluación, el Consejo de Gobierno garantizará que los efectos de segunda vuelta y 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. Esto resulta fundamental en el presente contexto. En lo que se refiere a los mercados financieros, el Consejo de Gobierno seguirá prestando gran atención a su evolución en las próximas semanas.

Por lo que respecta a la política fiscal, las previsiones económicas de otoño del 2007 de la Comisión Europea confirman, en general, la mejora de

los saldos presupuestarios de la zona del euro durante este año. Sin embargo, los avances en el saneamiento presupuestario estructural en países que aún presentan desequilibrios presupuestarios son, en general, decepcionantes. Esta falta de ambición prolonga innecesariamente la corrección de los persistentes déficit presupuestarios y podría dar a lugar a sorpresas negativas si el entorno macroeconómico se volviera menos favorable. En este contexto, los Estados miembros deberían cumplir el compromiso asumido en el acuerdo del Eurogrupo de Berlín de abril del 2007, esto es, que la mayoría de los miembros de la zona del euro

alcanzaría sus objetivos a medio plazo en el 2008 o el 2009, y en el 2010 en todos los casos.

En lo concerniente a las reformas estructurales, es importante que los gobiernos sigan haciendo lo posible por avanzar. Las mejoras en la situación del empleo observadas en los últimos años muestran los frutos de las pasadas reformas. Es esencial mantener el impulso de las reformas a fin de estimular la competencia, el crecimiento de la productividad y la flexibilidad del mercado de trabajo y evitar retrocesos en el proceso de reforma de los países de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En general, la actividad económica mundial sigue siendo sólida, aunque se aprecia una cierta moderación con respecto al fuerte dinamismo observado hasta ahora. Las repercusiones, a escala internacional, de la desaceleración en Estados Unidos han sido hasta ahora limitadas y los mercados emergentes están asumiendo, en parte, el papel de motor del crecimiento mundial. Como resultado de la subida de los precios de los productos básicos, la inflación general medida por los precios de consumo ha aumentado en los países de la OCDE. En muchos mercados emergentes, la inflación ha experimentado un fuerte incremento, debido sobre todo al mayor impacto de la evolución de los precios de los alimentos. En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja y se relacionan principalmente con la posibilidad de una incidencia más generalizada sobre las condiciones de financiación, la confianza y el crecimiento mundial y de la zona del euro de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, con posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, incluidos los precios agrícolas, así como con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

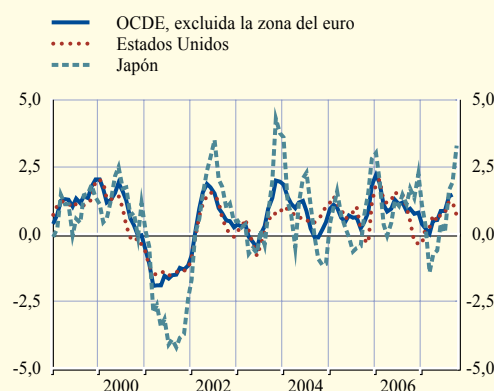
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En general, la actividad económica mundial sigue siendo sólida, aunque se aprecia una cierta moderación con respecto al fuerte dinamismo observado en los últimos años. Si bien la producción industrial en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) experimentó una aceleración a partir de marzo y una robusta expansión en septiembre a una tasa del 1,4% en términos de medias móviles de tres meses (véase gráfico 1), la evidencia de las encuestas sobre la situación económica mundial sugiere una ligera moderación de la expansión de la producción del sector manufacturero a escala internacional. El índice mundial de directores de compra para la producción de todos los sectores ha mostrado un gradual retroceso en los últimos meses hasta situarse en el 54% en noviembre, cifra inferior a la media a largo plazo, pero superior al umbral de 50 que separa la expansión económica de la contracción. Dado que la desaceleración actual de la actividad económica en Estados Unidos tiene su origen, principalmente, en una persistente debilidad del sector de la vivienda, las repercusiones mundiales han sido hasta ahora más bien limitadas. La expansión económica en los mercados emergentes continúa a un ritmo vigoroso, especialmente en las economías emergentes de Asia, lo que significa que estos países están tomando, en parte, el relevo —de Estados Unidos— para actuar como principal motor del crecimiento mundial. No obstante, aún está por ver hasta qué punto la mayor volatilidad de los mercados financieros registrada en los últimos meses y el consiguiente aumento de la incertidumbre afectarán negativamente a la economía mundial.

Como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas, en particular de la energía y los alimentos, y de algunos efectos de base desfavorables, la inflación general medida por los precios de consumo aumentó en octubre en los países de la OCDE hasta el 2,8%, desde el 2,2% registrado el mes anterior. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación medida por los precios de consumo se situó

Gráfico 1 Producción industrial en los países de la OCDE

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a octubre del 2007, excepto para Estados Unidos y la OCDE, excluida la zona del euro (septiembre del 2007). Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses frente a las medias correspondientes a los tres meses anteriores.

en el 1,9% en octubre, sin variación con respecto a septiembre. En cifras mensuales, los precios de consumo aumentaron un 0,3% en octubre, la misma tasa que en el mes anterior. En muchos mercados emergentes, la inflación se incrementó con más fuerza, debido al mayor peso de los alimentos en sus índices de precios. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los consumos intermedios sugiere un acusado aumento de los precios medios, tanto en el sector manufacturero como en los servicios.

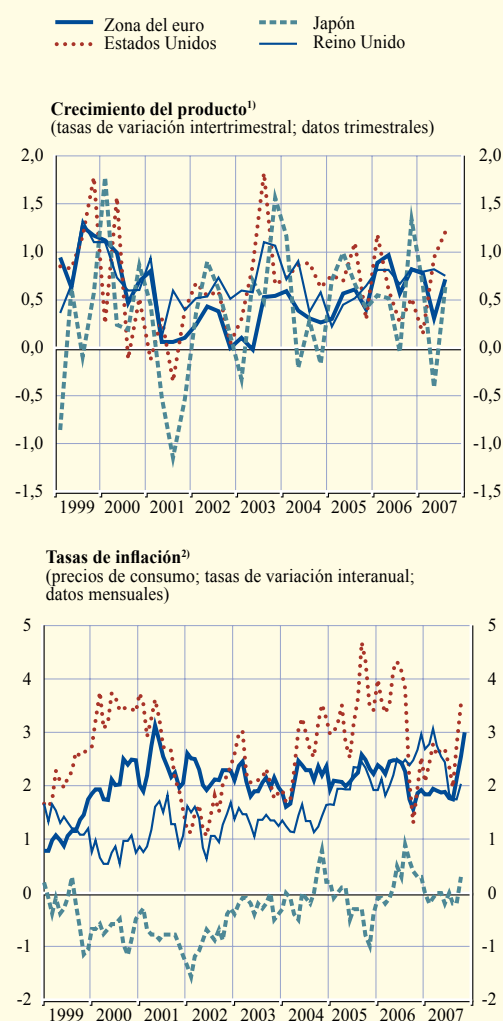
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica ha seguido siendo sólida, a pesar de la corrección en curso en el mercado de la vivienda y de las turbulencias que han afectado a los mercados financieros. De acuerdo con la estimación preliminar, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 4,9% en el tercer trimestre, frente al 3,8% del trimestre anterior. La demanda exterior neta, sorprendentemente dinámica, y el consumo privado, relativamente sólido, contribuyeron al crecimiento y compensaron el efecto moderador de la construcción residencial. Si bien las estimaciones de crecimiento del PIB para el tercer trimestre se revisaron al alza, el crecimiento del consumo privado resultó ser algo más débil de lo previsto anteriormente.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, ha vuelto a aumentar recientemente, tras la ligera moderación observada en los meses de verano. El aumento es atribuible, principalmente, a los costes de la energía, que últimamente han experimentado una notable subida, en particular como consecuencia de un fuerte efecto de base, y a los precios de los alimentos que, en lo que se refiere a las variaciones interanuales, han mostrado una tendencia ascendente desde enero del 2007. En octubre, la inflación medida por el IPC, se situó en el 3,5%, 0,8 puntos porcentuales por encima de la media de seis meses correspondiente a mayo-octubre. Sin embargo, al mismo tiempo, las medidas de inflación subyacente (es decir, excluidos la energía y los alimentos) se han mantenido en niveles más bajos. En octubre, la inflación subyacente medida por el IPC fue del 2,2%, igualando así la media de seis meses.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento del PIB experimente una desaceleración a partir del cuarto trimestre del 2007, pues se prevé que la intensificación de la corrección del mercado de la vivienda y las turbulencias que afectan a los mercados financieros frenen el crecimiento de forma más severa. Además, el ligero debilitamiento de los mercados de trabajo y los altos costes de la energía probablemente dejarán

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.

sentir sus efectos sobre el crecimiento del consumo real. Por otra parte, la solidez de la demanda exterior y la depreciación del tipo de cambio deberían seguir apoyando las exportaciones y, por lo tanto, el crecimiento del PIB. No obstante, el comercio exterior desempeña un papel relativamente menor en la economía estadounidense, y la evidencia de algunos indicadores recientes apunta a una ralentización de las tasas de crecimiento. Pese a la reciente subida de los precios de la energía y a la depreciación del dólar, las expectativas de inflación siguen estando relativamente bien ancladas en Estados Unidos.

El 31 de octubre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar en 25 puntos básicos, hasta el 4,50%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Los cambios incluyeron también una reducción de 25 puntos básicos del tipo de interés preferencial, que se situó en el 5%.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose y la inflación ha seguido siendo moderada. La vigorosa demanda interna y el dinamismo de las exportaciones han apoyado la evolución del producto. En el tercer trimestre del 2007, según indican con los primeros datos provisionales publicados por la Oficina Económica del Gobierno, la actividad económica se recuperó de la contracción registrada en el trimestre anterior, impulsada principalmente por la solidez de la demanda exterior, en especial de los otros países de Asia. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,6% —superando así las expectativas de los mercados— tras el -0,4% observado en el trimestre anterior.

La inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo moderada (véase gráfico 2), debido a la persistencia de las presiones a la baja, especialmente sobre los salarios. En octubre del 2007, la inflación medida por los precios de consumo volvió a registrar cifras positivas por primera vez desde diciembre del 2006. La variación interanual del IPC fue de 0,3%, frente al -0,2% de septiembre, mientras que, si se excluyen los alimentos frescos, esa variación fue del 0,1%, frente al -0,1% del mes anterior.

En su reunión de 13 de noviembre de 2007, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento del producto ha sido sólido en los últimos trimestres, con cifras similares o superiores a la media a largo plazo del 0,7% (véase gráfico 2). En el tercer trimestre, el PIB creció un 0,7% (en tasa intertrimestral), impulsado por el consumo privado y la formación bruta de capital fijo. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa, ya que el crecimiento de las exportaciones aumentó en consonancia con la dinámica de la demanda interna y las exportaciones. Para los próximos trimestres se prevé una desaceleración de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB.

Tras reducirse durante seis meses consecutivos, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta el 2,1% en octubre, desde el 1,8% registrado en el mes anterior. Este aumento es atribuible, principalmente, a la subida de los precios del combustible, los lubricantes y algunos alimentos. A corto plazo, se prevé que la inflación se mantenga por encima del 2%, como consecuencia del incremento de los precios de la energía, los alimentos y las importaciones.

El 6 de diciembre de 2007, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió recortar en 0,25 puntos básicos, hasta el 5,5%, su principal tipo de interés oficial. La decisión se adoptó en un entorno de incipientes signos de moderación del crecimiento, deterioro de la situación en los mercados financieros y una contracción de la oferta de créditos.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el producto ha seguido registrando un crecimiento sólido en los últimos trimestres, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda interna. La subida de los precios de los alimentos en muchos países, reflejo, entre otras cosas, de las limitaciones de la oferta debido al mal tiempo, ha afectado notablemente a la evolución de la inflación.

En Suecia y Dinamarca, la evolución económica real ha sido divergente en los últimos trimestres. Mientras que, en Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta el -0,4% en el segundo trimestre del 2007, en Suecia, el crecimiento del producto ascendió al 0,9%. En Dinamarca, esta evolución fue atribuible, principalmente, a un debilitamiento generalizado de la demanda interna, mientras que, en Suecia, tanto el consumo privado como el consumo público experimentaron una aceleración. La inflación, medida por el IAPC, ha aumentado en los dos países en los últimos meses desde niveles moderados. En octubre, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó hasta el 1,8% en Dinamarca y el 1,9% en Suecia.

Por lo que respecta a las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento del producto ha seguido siendo vigoroso en los últimos trimestres en la República Checa y Polonia, mientras que se ha moderado en Hungría y Rumanía. La demanda interna fue el principal factor determinante del crecimiento del PIB real, salvo en Hungría, donde estuvo determinado, en su mayoría, por la demanda exterior neta. Los indicadores de confianza sugieren un nuevo y gradual debilitamiento del crecimiento económico en Hungría y Rumanía en los próximos meses. La inflación continúa evolucionando de manera muy diferenciada en cada uno de estos cuatro países. En la República Checa, la inflación medida por el IAPC ascendió al 4% en octubre, como consecuencia de efectos de base, mientras que en Polonia aumentó hasta el 3,1% debido, principalmente, a la subida de los precios de la energía. Tanto en Hungría como en Rumanía, la inflación medida por el IAPC se elevó hasta el 6,9% como resultado de los incrementos de los precios de los alimentos y la energía. En Hungría, la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en niveles elevados durante el pasado año, como consecuencia de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados en el contexto de las medidas de saneamiento de las finanzas públicas que ha adoptado el país. En los próximos meses existen riesgos al alza derivados de la evolución de los precios de los alimentos y la energía en todos estos países.

En la mayoría de los países más pequeños de la UE que no pertenecen a la zona del euro, el crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido vigoroso en los últimos trimestres, respaldado, principalmente, por la solidez de la demanda interna, que se ha apoyado a su vez en un rápido crecimiento del crédito, el empleo y los salarios. Los indicadores de confianza apuntan a una ligera desaceleración del crecimiento económico en los próximos meses. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha aumentado rápidamente en los últimos meses y sigue siendo elevada en la mayoría de los países que crecen a un ritmo más rápido, como Bulgaria y los Estados bálticos. Las perspectivas a corto plazo de la inflación se caracterizan por una gran incertidumbre, debido a la volatilidad de los precios de los alimentos y la energía, mientras que las presiones salariales siguen siendo intensas en muchos países, especialmente en los de crecimiento más rápido.

En Rusia, el crecimiento del PIB ha seguido siendo robusto en el segundo trimestre del 2007 (un 7,8% en tasa interanual). Los indicadores adelantados de la actividad económica sugieren que el repunte, que tiene su origen, principalmente, en la demanda interna, ha continuado durante el tercer trimestre del 2007. La inflación ha mantenido la trayectoria ascendente, aumentando hasta el 10,8%, en tasa interanual, en octubre (desde el 9,4% registrado en septiembre).

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, especialmente en las más grandes, la actividad económica ha continuado su expansión a un ritmo vigoroso. Las presiones inflacionistas se intensificaron aún más en China, pero se mantuvieron en niveles moderados en las otras grandes economías.

En China el crecimiento ha seguido siendo sólido. El PIB real creció a una tasa interanual del 11,5% en el tercer trimestre, algo menos del 11,9% registrado en el trimestre anterior, pero en consonancia con el crecimiento medio del primer semestre del año. La solidez de la inversión interna y de la demanda exterior neta ha impulsado el crecimiento. Aunque el crecimiento de las exportaciones experimentó una ligera desaceleración entre julio y octubre, el superávit comercial continuó aumentando y ascendió, en cifras acumuladas, a un total de 213 mm de dólares estadounidenses en los diez primeros meses del 2007, un 20% más que la cifra registrada para todo el año 2006. Al mismo tiempo, las reservas de divisas también siguieron aumentando y, a finales de septiembre, ascendían a un total de 1.433 mm de dólares. La inflación, medida por los precios de consumo, repuntó en octubre hasta el nivel del 6,5% observado en agosto, tras una ligera caída en septiembre, estimulada, principalmente, por la subida de los precios de los alimentos. El 26 de noviembre, el Banco Central de la República Popular China elevó las reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito, por novena vez consecutiva en lo que va de año, en 50 puntos básicos, hasta el 13,5%.

En Corea, el PIB real creció a una tasa interanual del 5,2% en el tercer trimestre del 2007, frente al 5% del trimestre anterior. La inflación interanual, medida por el IPC, se elevó hasta el 3,5% en noviembre, desde el 3% de octubre, principalmente como consecuencia de un repunte de los precios de los alimentos y las materias primas. En India, la actividad económica siguió siendo sostenida con un crecimiento medio del PIB del 8,9% en el tercer trimestre, tasa ligeramente inferior al 9,3% del trimestre anterior. La inflación medida por los precios al por mayor —el principal indicador de inflación del Banco de Reserva de India— se situó en el 3,1% en noviembre.

En general, las perspectivas de las economías emergentes de Asia siguen siendo favorables, respaldadas por el crecimiento sostenido de la demanda interna y por el sólido crecimiento de las exportaciones.

AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad económica siguió siendo vigorosa, impulsada por la demanda interna. En México, el crecimiento del PIB real registró un repunte en el tercer trimestre del 2007, con una tasa de expansión interanual del 3,7%, frente al 2,8% del segundo trimestre. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo registró una media del 4% en el tercer trimestre, prácticamente sin variación con respecto a los dos trimestres anteriores. El 26 de octubre, el banco central elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 7,5%. En Brasil, la producción industrial volvió a aumentar, creciendo a una tasa interanual del 6,3% en el tercer trimestre, frente al 4,8% registrado en promedio en el primer semestre de este año. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, aumentó ligeramente hasta el 4,1% en octubre. En Argentina, se ha mantenido el vigoroso ritmo de crecimiento del producto, y la producción industrial se ha incrementado a una tasa interanual del 6,9% en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por el IPC, ha seguido reduciéndose, aunque se mantiene en niveles elevados. En promedio, la inflación se situó en el 8,6% en el tercer trimestre, frente a la media del 9,2% registrada en los seis meses anteriores.

En conjunto, pese a la incertidumbre respecto a los efectos de contagio de las recientes turbulencias financieras, las perspectivas económicas de América Latina continúan siendo favorables y se prevé que la demanda interna siga siendo el principal motor de crecimiento.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo subieron durante casi todo el mes de noviembre, registrando los precios del US West Texas Intermediate y del Brent nuevos máximos históricos que superaron con creces los 90 dólares el barril. Hacia finales de noviembre y principios de diciembre, los precios experimentaron un acusado retroceso. El 5 de diciembre, el precio del barril de Brent se situaba en 89,7 dólares, alrededor de un 48% por encima de los niveles registrados a principios del año. La subida de los precios del crudo ha sido provocada, principalmente, por una nueva intensificación de las tensiones en las variables fundamentales del mercado y por la persistencia de las tensiones geopolíticas. Concretamente, una utilización de existencias, inusual para la estación, en el tercer trimestre suscitó inquietud respecto a una escasez de oferta a escala mundial en vísperas de la llegada del invierno al hemisferio norte. Según se indica en el informe mensual sobre el petróleo, elaborado por la Agencia Internacional de la Energía, correspondiente a noviembre, las existencias en los países de la OCDE siguieron reduciéndose en octubre y en los primeros días de noviembre, como consecuencia de la fuerte demanda y de la limitación de la oferta. No obstante, los incrementos de los precios se han limitado ante la posibilidad de una ralentización del crecimiento de la demanda, como resultado de los elevados precios del crudo, y de una desaceleración económica en Estados Unidos. La AIE sostiene que la subida de los precios de la energía ya está afectando a la demanda de petróleo, especialmente en los países de la OCDE. Por consiguiente, ha revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para el 2008, que, actualmente, se espera sea del 2,3% (cifra todavía más alta que el crecimiento del 1,2% proyectado para el 2007). Entre tanto, y pese a los llamamientos cada vez más frecuentes para que la OPEC aumente los niveles de producción, los ministros de esta Organización, en su reunión de 5 de diciembre, decidieron no hacerlo.

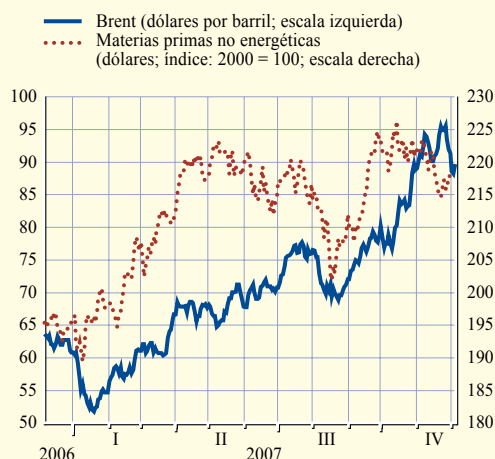
De cara al futuro, es probable que dado que el grado de utilización de la capacidad productiva sigue siendo elevado —en un contexto de fuerte demanda y persistencia de los riesgos geopolíticos e incertidumbre respecto a la oferta— los precios del petróleo se mantengan en niveles altos si no se produce un cambio en las políticas de la OPEP. Según los mercados de futuros, actualmente, los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo sigan siendo altos y que se vayan reduciendo ligeramente hasta llegar a los 88 dólares para finales del 2008.

Tras el fuerte aumento experimentado en septiembre, los precios de las materias primas no energéticas siguieron siendo bastante volátiles en octubre y noviembre. El índice general de precios de las materias primas no energéticas (expresado en dólares estadounidenses) se situó, en noviembre, aproximadamente un 14% por encima del nivel registrado un año antes, ya que la subida de los precios agrícolas contrarrestó con creces el descenso de los precios de los metales. Concretamente, los precios de los alimentos siguieron aumentando, aunque las tasas de crecimiento comenzaron a reducirse ligeramente respecto a los valores tan altos observados a finales de septiembre. Los precios de las semillas oleaginosas y los aceites prosiguieron su ascenso en noviembre, ya que la fuerte demanda para biocombustibles y la menor producción de soja y otras semillas oleaginosas han dado lugar a una situación de mayores tensiones en estos mercados.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La capacidad de resistencia, aunque más moderada, de la expansión económica mundial es un buen augurio para la solidez de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro a medio plazo. En septiembre, el indicador sintético adelantado correspondiente a los principales países que no son miembros de la OCDE sugiere que se mantendrá la expansión en China, India y Brasil y se producirá una ligera mejora de las perspectivas en el caso de Rusia. Por el contrario, el indicador sintético adelan-

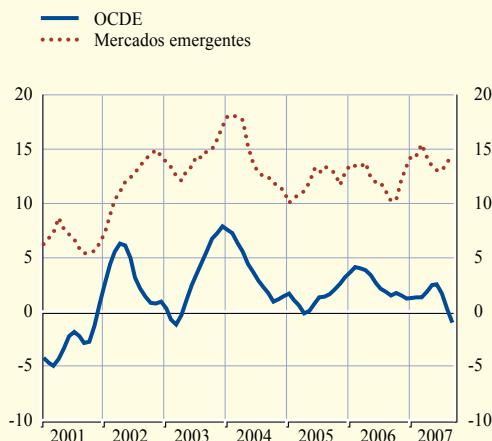
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(tasa de variación de seis meses)



Fuente: OCDE.

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

tado continúa señalando un deterioro de las perspectivas para la mayoría de las grandes economías de la OCDE (véase gráfico 4).

En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja y se relacionan principalmente con la posibilidad de un impacto más generalizado sobre las condiciones de financiación, la confianza y el crecimiento mundial y de la zona del euro de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, con posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, incluidos los precios agrícolas, así como con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Entre agosto y octubre del 2007, la tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continuó siendo elevada, como quedó reflejado en el incesante y rápido crecimiento de M3 y del crédito. Hasta el momento, parece que las turbulencias observadas en los mercados financieros han tenido un impacto limitado sobre la evolución del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque pueden haber afectado a algunas partidas específicas de los balances de las IFM. En concreto, los datos recientes indican que no se han producido perturbaciones graves en la oferta de préstamos bancarios. Tampoco aportan evidencia alguna, al menos todavía, de que los datos agregados se hayan mantenido por la reintermediación notable de préstamos o productos crediticios previamente titulizados. Por consiguiente, la fuerte expansión actual del crédito, que sigue siendo un factor que contribuye de forma importante al dinamismo de la evolución monetaria, parece reflejar un comportamiento normal del endeudamiento, más que una situación de crisis. Aunque el efecto positivo de una curva de rendimientos relativamente plana da motivo para creer que el crecimiento interanual de M3 puede estar generando actualmente una sobreestimación del ritmo de crecimiento monetario subyacente, la expansión monetaria y crediticia total mantiene su vigor. En un contexto en el que la liquidez monetaria ya es abundante, esta evolución apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

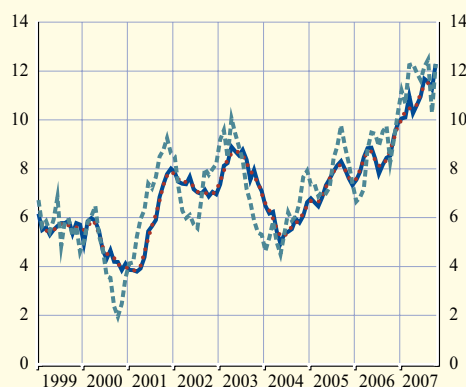
En el tercer trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó aumentando hasta situarse en el 11,5%, desde el 10,6% del segundo trimestre y el 10,2% del primer trimestre, siendo la tasa de crecimiento interanual más alta registrada desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria¹. Esta tasa se redujo ligeramente en agosto y septiembre, antes de volver a repuntar y alcanzar el 12,3% en

1 También fue la tasa de crecimiento interanual más elevada desde principios de la década de los ochenta, utilizando estimaciones basadas en indicadores sintéticos de M3 antes de 1999.

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

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

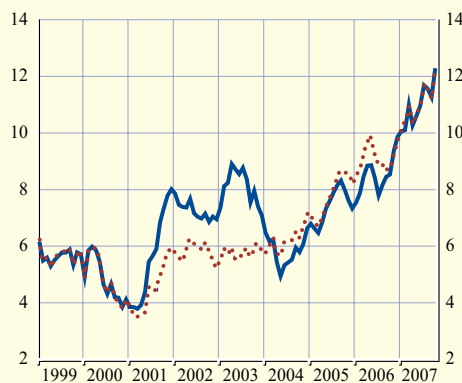


Fuente: BCE.

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

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

- M3 oficial
- M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera¹⁾



Fuente: BCE.

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

octubre (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento interanual de M3 corregido por el efecto estimado de los desplazamientos de cartera siguió un patrón similar al de la serie de M3 oficial (véase gráfico 6).

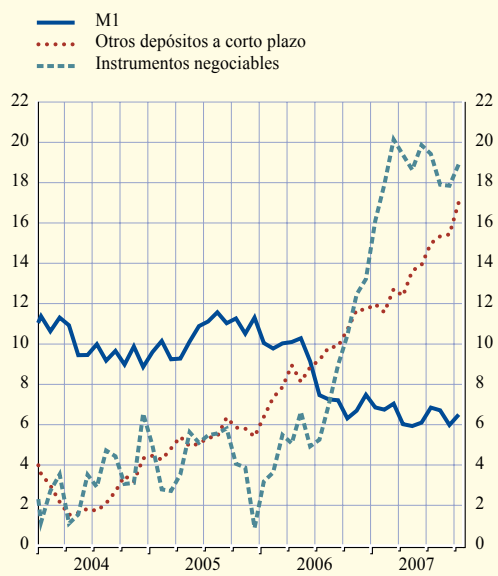
Un análisis monetario general indica que el fuerte crecimiento reciente de M3 produce una cierta sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. Por ejemplo, parte del crecimiento reciente de M3 se ha asociado al aplanamiento, y, a veces, incluso la inversión, de la curva de rendimientos. En este contexto, los depósitos a corto plazo de las IFM ofrecen una remuneración atractiva en comparación con los valores y los depósitos a más largo plazo, lo cual ha generado desplazamientos hacia depósitos a más corto plazo y valores negociables incluidos en M3, ya que estos activos ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste escaso en términos de rentabilidad. Por consiguiente, el crecimiento más intenso de M3 está siendo impulsado, hasta cierto punto, por una demanda especulativa de activos monetarios. Esta idea está respaldada por la tendencia a la baja observada en la tasa de crecimiento interanual de M1 desde finales del 2005, que indica cierta moderación de la expansión monetaria subyacente, en consonancia con la eliminación de la política monetaria acomodaticia mediante aumentos en los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 7). Sin embargo, incluso teniendo en cuenta estos efectos, el crecimiento general de M3 mantuvo su vigor en el tercer trimestre del 2007.

La fuerte expansión monetaria del tercer trimestre del 2007 estuvo determinada de nuevo por el rápido crecimiento del crédito al sector privado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado fue de dos dígitos por séptimo trimestre consecutivo. Los fuertes flujos de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares durante los cuatro últimos meses contradicen la idea de que las turbulencias recientes observadas en los mercados financieros han causado perturbaciones graves en la oferta de préstamos de las IFM. En términos más generales, el análisis de varias medidas de los agregados monetarios y crediticios amplios indica que, hasta el momento, hay pocos signos de que las turbulencias financieras hayan tenido un efecto significativo en la expansión monetaria total². En consonancia con la naturaleza y los orígenes de las turbulencias, se ha apreciado una cierta repercusión en posiciones concretas de los balances de las IFM que están estrechamente relacionadas con el mercado monetario y el mercado de titulizaciones. Más concretamente, se ha identificado un impacto en las participaciones en fondos del mercado monetario, en la evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM y, en determinada medida, en la trayectoria de los préstamos y los depósitos de otros intermediarios financieros no monetarios (OIF).

Las turbulencias financieras recientes han puesto de manifiesto el papel fundamental que desempeñan las IFM en su calidad de proveedoras de liquidez a la economía y al sistema financiero, incluso en un

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

² Véase también el recuadro 2, titulado «Impacto de las turbulencias de los mercados financieros en la evolución monetaria y crediticia», en el Boletín Mensual de noviembre del 2007.

modelo de banca de «admisión y distribución», es decir, en un modelo en el que las IFM, después de conceder préstamos, los venden a inversores. Por tanto, el sector de las IFM interpreta un papel esencial en la difusión de las turbulencias financieras al sector financiero más amplio y, en última instancia, a la economía real. El análisis de los datos monetarios de los balances de las IFM ha proporcionado información importante sobre el impacto de las turbulencias en la evolución monetaria y, de una forma más general, la respuesta del sector privado al aumento de la incertidumbre asociada a la volatilidad de los mercados financieros.

En conjunto, teniendo en cuenta el efecto (limitado) de las turbulencias sobre la evolución monetaria, y a pesar del impacto positivo del aplanamiento de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3, un amplio análisis de los datos de los balances de las IFM indica que la tasa subyacente de expansión monetaria se ha mantenido elevada.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó ligeramente en el tercer trimestre del 2007, situándose en el 6,5% (frente al 6,2% del segundo trimestre), aunque permaneció muy por debajo de las tasas observadas en el 2003 y el 2004 (véase cuadro 1)³. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo sin variación con respecto al tercer trimestre. El agregado M1 está influido actualmente por dos fuerzas opuestas. Por una parte, el mayor coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en M1, asociado a las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005, está teniendo un efecto moderador; y, por otra, se está produciendo un aumento de la demanda de M1 relacionada con operaciones, dado el vigor sostenido de la actividad económica, así como un deseo de mantener instrumentos de M1 como colchón de seguridad, en el contexto de las recientes turbulencias de los mercados financieros.

Esta trayectoria también se refleja en la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista (principal componente de M1), que aumentó hasta el 6,2% en octubre, desde el 6,1% del tercer trimestre y el

3 Las tasas medias de crecimiento intertrimestral se calculan a partir del nivel medio del trimestre.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Sep	2007 Oct
M1	45,0	6,8	7,0	6,2	6,5	6,0	6,5
Efectivo en circulación	7,2	11,1	10,5	10,0	8,8	8,2	8,1
Depósitos a la vista	37,8	6,0	6,3	5,5	6,1	5,6	6,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,1	11,1	11,9	13,1	15,0	15,4	17,0
Depósitos a plazo hasta dos años	22,1	25,2	29,5	33,2	37,6	38,2	41,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,0	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-3,6	-4,2
M2	85,1	8,7	9,1	9,2	10,3	10,2	11,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	11,3	16,9	19,3	18,7	17,9	18,9
M3	100,0	9,0	10,2	10,6	11,5	11,3	12,3
Crédito a residentes en la zona del euro		8,8	8,0	8,1	8,7	8,7	9,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-3,1	-4,5	-4,3	-3,9	-4,3	-4,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-1,5	-2,2
Crédito al sector privado		11,9	11,1	11,0	11,7	11,6	12,2
Préstamos al sector privado		11,2	10,6	10,5	11,0	11,0	11,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,0	10,0	10,3	10,3	9,7	9,0

Fuente: BCE.

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

5,5% del segundo trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación volvió a reducirse, situándose en el 8,1% en octubre, frente al 8,8% del tercer trimestre y al 10% del segundo trimestre, lo que sugiere que el impacto de la introducción del euro sobre el crecimiento de la demanda de efectivo puede estar desapareciendo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguió aumentando hasta situarse en el 17% en octubre, tras haber alcanzado niveles del 15% en el tercer trimestre y del 13,1% en el segundo trimestre (véase gráfico 7). Esta evolución responde a la persistente e intensa entrada de depósitos a plazo hasta dos años que, en términos interanuales, experimentaron un incremento del 37,6% en el tercer trimestre. En cambio, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses continuaron disminuyendo, reduciéndose un 3,2% en el tercer trimestre del 2007. Dado que la remuneración de los depósitos a plazo a corto plazo ha seguido, en líneas generales, las subidas de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, el diferencial con respecto a la remuneración de los depósitos de ahorro a corto plazo y de los depósitos a la vista (cuya remuneración ha ascendido con mayor lentitud) se ha incrementado de forma continuada. Este hecho ha provocado un desplazamiento de los depósitos de M1 y de ahorro hacia los depósitos a plazo. Además, con una curva de rendimientos plana, los depósitos a corto plazo resultan atractivos en comparación con 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, lo que contribuye también al alejamiento de los activos a más largo plazo.

El relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro también ha tenido un efecto positivo en la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, que se situó en el 18,8% en el tercer trimestre y en el 18,9% en octubre. Asimismo, esta tasa fue más moderada que en el trimestre anterior. Esta evolución tuvo su origen en las ventas netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte del sector tenedor de dinero entre julio y octubre. En el contexto de las turbulencias de los mercados financieros, se observaron salidas netas particularmente importantes (por un total de 26 mm de euros) en participaciones en fondos del mercado monetario en los meses de agosto y septiembre. Antes del comienzo de las turbulencias, algunos fondos del mercado monetario asumieron riesgos frente al mercado de crédito estructurado, con el fin de impulsar las rentabilidades y superar el tipo de interés de referencia del mercado monetario. La reevaluación del riesgo en este mercado y las preocupaciones extensamente difundidas sobre la calidad de los activos de un pequeño número de fondos parecerían haber provocado un recelo generalizado en relación con este instrumento. La desinversión observada en estos activos tiene su contrapartida en fuertes entradas en valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. En los cuatro últimos meses, las adquisiciones de dichos valores por parte del sector tenedor de dinero se situaron en el nivel más alto observado desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (dichas adquisiciones ascendieron a un total de 57 mm de euros), proporcionando así financiación al sector de las IFM. Al mismo tiempo, parte de las salidas netas registradas en participaciones en fondos del mercado monetario en agosto y septiembre se revirtieron en octubre, lo cual puede indicar la desaparición de algunas reacciones de contagio observadas en las etapas iniciales de las turbulencias.

La mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información por sector tenedor está formada por los depósitos a corto plazo más las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual del conjunto de los depósitos de M3 de los hogares, el sector que más contribuye al crecimiento total de los depósitos de M3, alcanzó el 7,3% en el tercer trimestre del 2007, frente al 6,7% del segundo trimestre. Por tanto, la tendencia al alza observada en esta tasa desde mediados del 2004 se mantuvo, respaldada por el crecimiento de las rentas y la riqueza y el aumento de la remuneración de los depósitos de M3, tal como corrobora una estimación más amplia de las

tenencias de M3 por sectores (véase recuadro 1, titulado «Nuevas estimaciones de los saldos de M3 de la zona del euro por sectores»).

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras aumentó hasta el 13,4% en el tercer trimestre del 2007, desde el 13,1% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en poder de las instituciones financieras no monetarias se situó en el 20% en el tercer trimestre, frente al 15,7% del segundo trimestre. Este fortalecimiento está relacionado, en parte, con la necesidad de algunos fondos de inversión de mantener unas reservas de efectivo más grandes.

Recuadro 1

NUEVAS ESTIMACIONES DE LOS SALDOS DE M3 DE LA ZONA DEL EURO POR SECTORES

Uno de los principales desafíos a los que se enfrenta el análisis monetario es la obtención, a partir de indicadores económicos de observación directa como el agregado monetario amplio M3, de una estimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, que proporcione señales relevantes desde el punto de vista de la política sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la práctica, la obtención de esta información requiere un cuidadoso análisis de la evolución de los componentes, las contrapartidas y las tenencias de M3 de cada sector. El sector de tenedores de efectivo se compone de varios subsectores, a saber, los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro), las sociedades no financieras, las instituciones financieras distintas de las IFM, que comprende las empresas de seguros y los fondos de pensiones, así como otros intermediarios financieros no monetarios, y las administraciones públicas (autonómicas y locales) y las administraciones de Seguridad Social.

A continuación, se presentan nuevas estimaciones publicadas recientemente por el BCE sobre los saldos de M3 de los sectores privados¹. Dichas estimaciones están disponibles en forma de series trimestrales a partir del primer trimestre de 1999 y de series mensuales a partir de enero del 2003. La construcción de estas series se basa en un conjunto de datos nacionales más amplios que los disponibles anteriormente y en una metodología de elaboración más exhaustiva. Las nuevas estimaciones sustituyen a las presentadas anteriormente en el artículo «Saldos monetarios por sectores: Factores determinantes y evolución reciente», publicado en el Boletín Mensual de agosto del 2006.

Construcción de las estimaciones de los saldos de M3 por sectores

La construcción de las series de M3 por sectores se basa, principalmente, en los saldos sectoriales sobre depósitos a corto plazo (incluidas las cesiones temporales) que figuran en las estadísticas de los balances de las IFM y que representaban alrededor del 80% del total de M3 en el segundo trimestre del 2007. Para estos instrumentos, el sector de emisores de dinero, de conformidad con el Reglamento BCE/2001/13 relativo a las estadísticas de los balances de las IFM, ha proporcionado una desagregación detallada por sectores, con periodicidad mensual, a partir de enero del 2003. Para el período 1999-2002, las series trimestrales por sectores correspondientes a los depósitos son el resultado de una estimación, que ya se ha dado a conocer al público².

1 Las nuevas estimaciones pueden descargarse de la dirección del BCE en <http://sdw.ecb.europa.eu>. También pueden consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/sectorialm>, en la que se ofrece asimismo información adicional sobre la metodología utilizada en la estimación.

2 Estas estimaciones, disponibles en forma de series trimestrales a partir del primer trimestre de 1991, pueden descargarse de la dirección del BCE en <http://sdw.ecb.europa.eu>. Para más información, véase el recuadro «Nueva serie histórica de la zona del euro sobre las tenencias de depósitos incluidos en M3 por sectores», publicado en el Boletín Mensual de agosto del 2006.

El paso de las tenencias de depósitos a corto plazo por sectores a los saldos de M3 por sectores exige asignar a cada uno de los sectores tenedores de dinero el efectivo en circulación, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones emitidos por las IFM con plazo a la emisión de hasta dos años. En el caso de estos instrumentos, no es posible obtener información estadística directamente de los agentes informadores, ya que las IFM normalmente no pueden proporcionar datos sobre los propietarios de los valores negociados que emiten. De la misma manera, tampoco los tenedores de efectivo en circulación son fácilmente identificables. Por lo tanto, la asignación de estos instrumentos de M3 a los diversos sectores tenedores de dinero se basa en estimaciones³. En su caso, se ha utilizado también la información generada en los bancos centrales nacionales en el contexto de la elaboración de las cuentas financieras de los sectores.

A partir de ahora, se publicarán estimaciones de los saldos de M3 para los siguientes sectores: hogares, sociedades no financieras e intermediarios financieros no monetarios (con un detalle de los datos por empresas de seguros y fondos de pensiones, por una parte, y otros intermediarios financieros, por otra). Se presentarán estimaciones tanto de los saldos vivos (saldos) como de las operaciones (flujos).

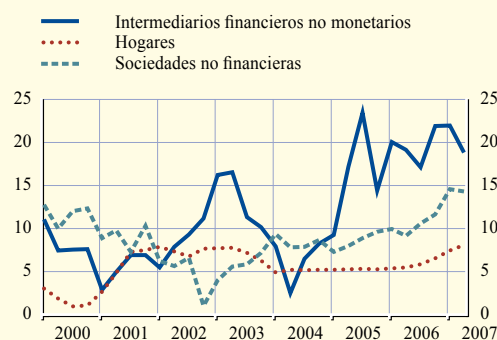
Regularidades empíricas sobre la evolución de los saldos de M3 por sectores

El análisis de las series sectoriales puede aportar una útil perspectiva adicional respecto a las tendencias de los agregados monetarios. El gráfico A muestra las tasas de crecimiento interanual de los nuevos saldos de M3 estimados para los hogares, las sociedades no financieras y los intermediarios financieros no monetarios. La dinámica de los respectivos sectores difiere notablemente en el período 1999-2007. Las nuevas estimaciones demuestran que los hogares son el sector de tenedores de efectivo de mayores dimensiones, con dos tercios del saldo de M3, aproximadamente, en el segundo trimestre del 2007.

3 Estas estimaciones incluyen la información estadística declarada al BCE de conformidad con la Orientación BCE/2007/9, que abarca las exigencias de información estadística en materia de estadísticas monetarias y bancarias (incluidos los datos sobre otros intermediarios financieros) y con la Orientación BCE/2005/13 sobre estadísticas de las cuentas financieras en la Unión Monetaria.

Gráfico A Estimaciones de los saldos de M3 por sectores

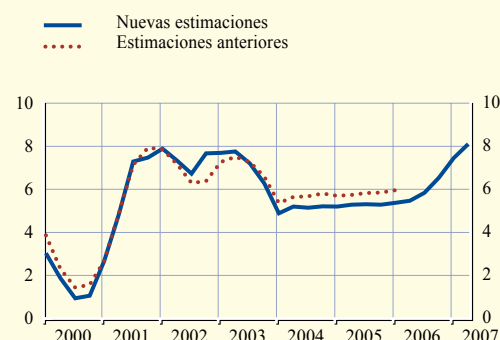
(tasas de variación interanual, sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Gráfico B Saldos de M3 en poder de los hogares

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



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Las «estimaciones anteriores» corresponden a la serie que aparece en el Boletín Mensual de agosto del 2006.

El gráfico B muestra la tasa de crecimiento interanual de la estimación revisada de los saldos de M3 en poder de los hogares, comparándola con la serie publicada en el Boletín Mensual de agosto de 2006. Se observa que las series presentan una evolución muy similar a lo largo del tiempo. La tasa de crecimiento de los saldos de M3 en poder de los hogares se incrementó de forma acusada en el 2001 y se mantuvo en niveles muy elevados hasta mediados del 2003, como consecuencia de los desplazamientos de cartera hacia M3 resultantes de un entorno de mayor incertidumbre financiera, económica y geopolítica, en el que los hogares convirtieron sus valores de renta variable en efectivo⁴. La tasa de crecimiento interanual de los saldos de M3 en poder de los hogares tendió a aumentar a partir de comienzos del 2004 para fortalecerse significativamente entre el segundo semestre del 2005 y mediados del 2007.

Crecimiento de los saldos de M3 por sectores entre 1999 y el segundo trimestre del 2007

(tasas de variación interanual)

	Intermediarios financieros no monetarios	Sociedades no financieras	Hogares
Media	11,6	9,1	5,7
Mínimo	2,5	1,0	0,9
Máximo	23,5	14,6	8,1
Desviación típica	6,1	3,0	2,0

Fuente: Cálculos del BCE.

En el cuadro que se presenta a continuación se comparan las tasas de crecimiento interanual de los tres principales sectores tenedores de efectivo considerando el nivel medio de crecimiento y la variabilidad de su dinámica en el período comprendido entre 1999 y el segundo trimestre del 2007. En este período muestral pueden observarse varias regularidades empíricas. En primer lugar, los saldos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios presentan la tasa media de crecimiento más alta, seguidos por los saldos de las sociedades no financieras, mientras que los saldos de M3 en poder de los hogares crecieron de forma más moderada. En segundo lugar, al examinar las diferentes medidas de la variabilidad del crecimiento monetario de los sectores (como el margen entre crecimiento mínimo y máximo, o la desviación típica), se observa que los intermediarios financieros no monetarios experimentaron la variabilidad más acusada en términos de dinámica monetaria, mientras que las sociedades no financieras y los hogares presentan un perfil de crecimiento más estable, en consonancia con la idea de que la evolución a corto plazo afecta en menor medida al comportamiento de la demanda de dinero de estos dos sectores⁵. Estas regularidades empíricas concuerdan con los resultados que se obtienen a partir de las estimaciones del año 2006.

En general, las nuevas estimaciones confirman la existencia de notables diferencias en la dinámica de los saldos de M3 entre los hogares, las sociedades no financieras y los intermediarios financieros no monetarios. El examen de la evolución por sectores puede aportar una útil perspectiva adicional respecto al análisis y la evaluación de las tendencias de los agregados monetarios. Al mismo tiempo, es preciso tener en cuenta que los datos sectoriales de M3 son estimaciones y, por lo tanto, podrían ser menos exactos que los depósitos a corto plazo por sectores efectivamente declarados.

4 Véase el artículo «Demanda de dinero e incertidumbre» publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005.

5 El coeficiente de variación (definido como la desviación típica de la tasa de crecimiento dividida por la tasa de crecimiento media) confirma también que la variabilidad de los saldos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios es mayor que la de los saldos de las sociedades no financieras y los hogares.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas de M3, la elevada tasa de crecimiento monetario continúa estando estrechamente relacionada con el intenso avance del crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro aumentó hasta alcanzar el 8,7% en el tercer trimestre del 2007, tras registrar niveles del 8,1% en el segundo trimestre y del 8% en el primer trimestre (véase cuadro 1). Dentro del crédito total, en términos netos, las IFM continuaron vendiendo los valores de deuda pública en el tercer trimestre, en consonancia con el patrón general observado desde marzo del 2006. En el entorno de las turbulencias de los mercados financieros, en un principio las IFM pueden haber vendido valores de deuda pública para generar liquidez y cubrir las necesidades de financiación. Sin embargo, en octubre, las IFM adquirieron ese tipo de valores, en términos netos, con el consiguiente descenso de la tasa interanual de disminución de los valores de deuda pública, que se situó en el -5,1%, frente al -5,6% registrado en el tercer trimestre. Esta evolución refleja, posiblemente, una cierta relajación de la situación de liquidez en octubre, en comparación con agosto y septiembre.

El crédito de las IFM al sector privado mantuvo su fuerte expansión, con una tasa de crecimiento del 12,2% en octubre, frente al 11,7% y el 11% registrados en el tercer y el segundo trimestres del 2007, respectivamente. El incremento de octubre obedeció principalmente a las fuertes compras de valores del sector privado por parte de las IFM de la zona del euro, principalmente a instituciones financieras no monetarias. Sin embargo, estas compras correspondieron, en gran medida, a operaciones financieras ligadas a la adquisición de un importante intermediario financiero de la zona del euro. Es decir, el aumento de las tenencias de valores del sector privado por parte de las IFM no estuvo directamente relacionado con las turbulencias de los mercados financieros, como podría haberse esperado si se hubiera producido un ascenso significativo de la reintermediación.

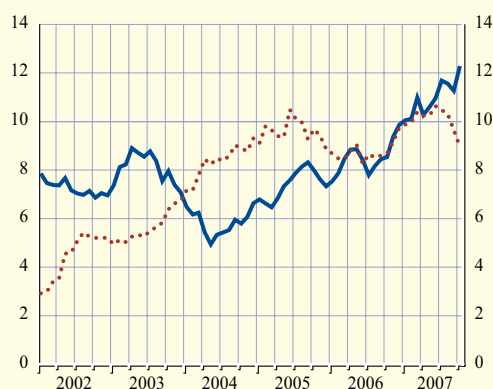
La tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado aumentó hasta el 11,2% en octubre, desde el 11% del tercer trimestre y el 10,5% del segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares alcanzó el 6,8% en octubre, tras situarse en el 7% en el tercer trimestre y el 7,5% en el segundo trimestre. Por tanto, no existe evidencia de que las turbulencias de los mercados financieros hayan limitado, hasta ahora, los préstamos a los hogares, cuya moderación comenzó ya el segundo trimestre del 2006. Esta moderación ha obedecido, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que está en consonancia con la desaceleración del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en una serie de economías de la zona del euro, y con la progresiva tendencia al alza observada en los tipos de los préstamos hipotecarios en toda la zona en los últimos trimestres. La tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda alcanzó el 7,9% en octubre, tras situarse en el 8,1% en el tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo prácticamente no varió en octubre y se colocó en el 5,5%, tras haber registrado un nivel del 5,7% en el tercer trimestre. En los últimos trimestres, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo ha disminuido, coincidiendo con el descenso de la confianza de los consumidores (véase también la sección 2.7 sobre flujos de financiación y posición financiera del sector hogares).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se situó en el 13,9% en octubre, frente al 13,8% del tercer trimestre y el 12,7% del segundo trimestre. Es importante señalar que este acusado avance obedeció al incremento de la tasa de crecimiento de los préstamos a más largo plazo, mientras que la tasa de crecimiento de los préstamos a corto plazo experimentó una ligera moderación. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a más de cinco años aumentó hasta el 12,7% en octubre, desde el 12,6% del tercer trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año disminuyó hasta el 11,8% en octubre, desde el 12,1% del tercer trimestre. Diversos factores podrían explicar el fuerte impulso registrado por los préstamos (véase sección 2.6). Sin embargo,

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

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

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

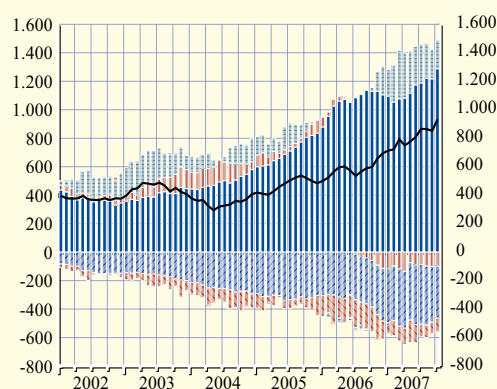


Fuente: BCE.

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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

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



Fuente: BCE.

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

parece que el detalle del crecimiento de los préstamos por vencimientos no respalda la idea de la reintermediación «forzosa» del crédito en los balances de las IFM o la prolongación de los préstamos puente concedidos en el contexto de operaciones de recompra con apalancamiento financiero (LBO) o de fusión y adquisición, dado que cabría esperar que las IFM quieran mantener dichos préstamos sólo por un breve periodo de tiempo. En resumen, la evidencia de que la fuerte actividad de crédito de las IFM a las sociedades no financieras es consecuencia de una alteración de los mercados de crédito es limitada. Sin embargo, de cara al futuro, puede esperarse una cierta moderación del crecimiento del crédito a las sociedades no financieras, como resultado del endurecimiento de los criterios de concesión debido a las turbulencias de los mercados financieros, la eliminación de la política monetaria acomodaticia desde finales del 2005 y el descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares, que los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras tienden a seguir con un desfase de varios trimestres⁴.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a OIF aumentó hasta el 22,8% en octubre, desde el 19,8% registrado en el tercer trimestre. Este incremento tiene su origen, en gran medida, en los préstamos relacionados con la adquisición de un intermediario financiero, así como, en parte, en la demanda de mayores reservas de liquidez por parte de los fondos de inversión. Asimismo, se dispone de evidencia de que la demanda de préstamos por parte de OIF se debe, parcialmente, a la utilización de líneas de crédito otorgadas a fondos especiales y vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés), como consecuencia de las dificultades de OIF para obtener fondos del mercado monetario. Finalmente, dicha demanda también puede derivarse de los préstamos puente a corto plazo facilitados por las IFM, con el fin de financiar el crecimiento actual del mercado de titulaciones de la zona del euro. Esto estaría en consonancia con la observación de que, al menos hasta octubre, parece que no se

⁴ Véase el recuadro 6, titulado «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2007

ha producido ningún desplome del mercado de titulizaciones fuera de balance o reales tradicionales. Tal desplome podría haber hecho que los préstamos o productos crediticios previamente titulizados fueran reintermediados en los balances de las IFM, lo cual no se ha observado en importes significativos hasta octubre. En términos generales, por tanto, el crecimiento de los préstamos al sector privado parece auténtico, sin sesgos al alza significativos como consecuencia de la reintermediación asociada a las turbulencias de los mercados financieros.

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) que mantiene el sector tenedor de dinero se ha moderado ligeramente, con una tasa de crecimiento interanual que se situó en el 9% en octubre, frente al 10,3% alcanzado en el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico 8). Esta moderación refleja, en parte, el desplazamiento observado hacia vencimientos a más corto plazo en los valores distintos de acciones de las IFM que obran en poder del sector tenedor de dinero. En cuanto a las contrapartidas exteriores, las entradas netas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM volvió a disminuir hasta situarse en 200 mm de euros en octubre, desde la cifra de 204 mm de euros observada el mes anterior y el máximo de 340 mm de euros registrado en marzo. Esta evolución indica que algunas oportunidades de inversión favorables que identificaron los participantes en los mercados financieros de la zona del euro a finales del 2006 y principios del 2007, en un entorno de escasa volatilidad y abundante liquidez en dichos mercados, dejaron de ser rentables al revisarse la valoración del riesgo. Las considerables entradas de capital observadas anteriormente en el año remitieron, en parte, especialmente en agosto y septiembre. La presentación monetaria de la balanza de pagos (cuyos datos están disponibles hasta septiembre) revela que las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM reflejan principalmente inversiones en valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes.

En general, los datos más recientes (disponibles hasta octubre del 2007) confirman que la dinámica monetaria de la zona del euro sigue siendo sólida. Teniendo en cuenta el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos y la posible influencia de las turbulencias de los mercados financieros, la tasa subyacente de crecimiento monetario y crediticio también ha mantenido su vigor. Hasta el momento, el análisis monetario indica que las turbulencias de los mercados financieros no han tenido un impacto significativo en la expansión del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios en la zona del euro.

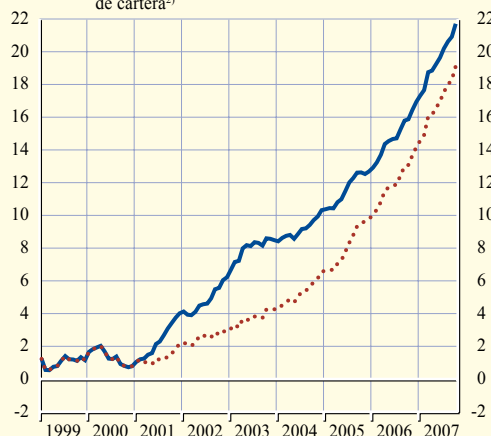
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ EN LA ZONA DEL EURO

La rápida acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro continuó en el tercer trimestre del 2007, como se refleja en la evolución de las brechas monetarias nominal y real (véanse gráficos 10 y 11). En relación con la brecha monetaria nominal, el fuerte crecimiento actual de M3 nominal ha generado aumentos adicionales tanto de la brecha mo-

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

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

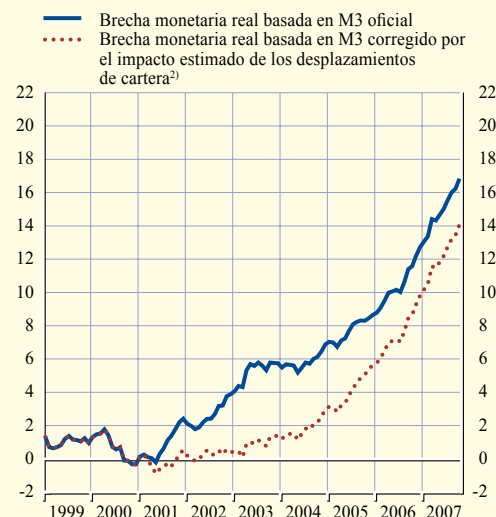
2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

netaria basada en datos de M3 oficial como de la basada en la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera. La brecha monetaria real tiene en cuenta la absorción de la liquidez acumulada por la desviación de la inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Aunque ambas medidas de la brecha monetaria real son inferiores a las medidas de la brecha monetaria nominal correspondientes, sus tasas de aumento han sido comparables en los últimos trimestres.

Estas medidas mecánicas únicamente proporcionan estimaciones imperfectas de la situación de liquidez y, por lo tanto, deben considerarse con cautela. La incertidumbre que rodea a las estimaciones queda ilustrada, en cierta medida, en la amplia gama de estimaciones derivadas de las cuatro medidas presentadas anteriormente. No obstante, incluso después de tener en cuenta el aplanamiento relativo de la curva de rendimientos y las turbulencias de los mercados financieros, el panorama general que presentan estas medidas, y, en particular, el obtenido a partir del análisis monetario amplio orientado hacia la identificación del crecimiento subyacente de M3, apunta a que se mantiene la situación de abundancia de liquidez en la zona del euro. Un intenso crecimiento monetario y crediticio en un contexto de liquidez monetaria ya holgada entraña riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el segundo trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó ligeramente. Esta evolución refleja principalmente un incremento de la inversión financiera por parte de las Administraciones Públicas, mientras que la contribución de los hogares y las sociedades no financieras prácticamente no varió. Los flujos interanuales hacia los fondos de inversión aumentaron levemente en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se mantuvo casi sin variación.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre del 2007 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó hasta el 4,9%, desde el 4,6% registrado en el primer trimestre (véase cuadro 2). El desglose por instrumento de inversión muestra que este incremento refleja, en especial, un crecimiento más fuerte en las principales categorías de activos, como efectivo y depósitos, y acciones y otras participaciones (excluidas

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

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II
Inversión financiera											
Efectivo y depósitos	100	4,1	3,9	4,0	4,5	4,6	4,7	4,7	4,6	4,6	4,9
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	22	5,7	5,9	5,5	6,4	6,4	6,4	7,0	6,9	7,3	7,7
6	2,8	1,7	0,7	0,1	1,8	2,6	4,3	5,8	4,8	4,5	
De los cuales: A corto plazo	1	-6,3	-9,6	-4,1	-12,1	8,7	10,6	19,1	35,9	26,2	24,0
De los cuales: A largo plazo	5	3,8	3,0	1,3	1,1	1,2	1,9	3,1	3,6	2,8	2,7
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	34	2,1	2,0	2,9	2,6	2,1	2,2	1,7	1,7	2,0	2,3
De las cuales: Acciones cotizadas	11	1,0	-0,5	-1,4	0,9	-0,7	0,2	1,3	0,2	1,0	1,0
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	24	2,6	3,1	4,6	3,3	3,3	3,0	1,8	2,4	2,5	2,9
Participaciones en fondos de inversión	7	1,6	2,2	3,7	4,5	3,1	1,8	-0,4	-1,2	-0,8	-0,3
Reservas técnicas de seguro	15	7,0	7,2	7,4	7,7	7,6	7,1	6,8	6,2	5,6	5,5
Otros ²⁾	16	4,3	2,9	2,3	4,1	5,4	6,4	7,9	7,2	7,5	7,7
M3 ³⁾		6,5	7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,5	9,9	11,0	11,0

Fuente: BCE.

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

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

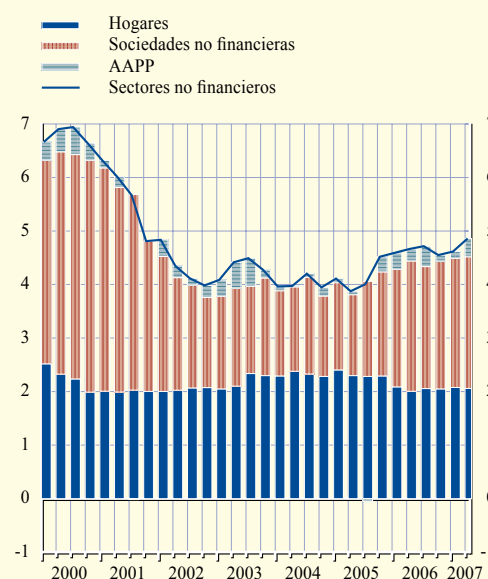
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

participaciones en fondos de inversión). Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros, disminuyó ligeramente, al igual que la tasa de crecimiento de la inversión en reservas técnicas de seguro.

El detalle por sector no financiero muestra que el aumento de la inversión financiera total se debió principalmente a la mayor contribución de las Administraciones Públicas (véase gráfico 12), la cual puede estar relacionada con el crecimiento continuo observado en la renta disponible de las Administraciones Públicas, mientras que las tasas de crecimiento del consumo público y de la inversión no financiera se moderaron ligeramente en el segundo trimestre del 2007. La contribución conjunta de los hogares y de las sociedades no financieras a la tasa de crecimiento total de la inversión financiera se mantuvo estable en general en el segundo trimestre del 2007 y representó alrededor de 4,5 puntos porcentuales del incremento interanual total del 4,9% (para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

Gráfico 12 Inversión financiera de los sectores no financieros

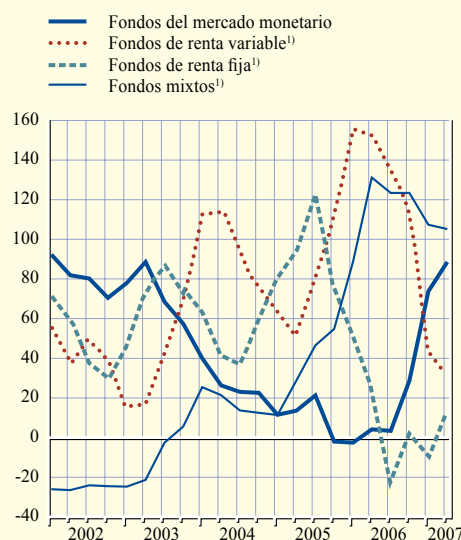
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

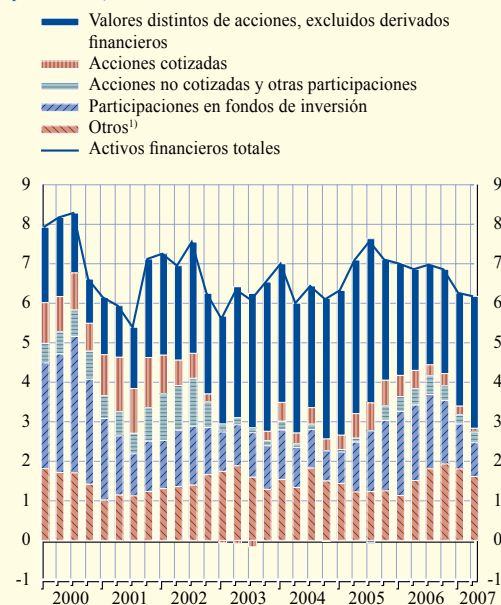
(mm de euros)



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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de los activos totales de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) de la zona del euro ascendió al 16,8% en el segundo trimestre del 2007, tras registrar una tasa notablemente inferior —del 9,9%— en el trimestre precedente (que contrasta con el 15,9% del cuarto trimestre del 2006). Aproximadamente tres cuartas partes de este aumento se debieron al fortalecimiento de la tasa de crecimiento de las acciones y otras participaciones, que se beneficiaron de unos efectos de valoración positivos, aunque el resto de instrumentos de inversión del activo del balance agregado de los fondos de inversión también experimentó un crecimiento algo superior.

Los datos proporcionados por EFAMA⁵ correspondientes al segundo trimestre del 2007 indican que, de los distintos tipos de fondos de inversión, los fondos mixtos siguieron registrando las entradas netas interanuales más acusadas, aunque en una medida ligeramente inferior a la de trimestres anteriores (véase gráfico 13). Las entradas netas interanuales en fondos de renta variable continuaron disminuyendo en el segundo trimestre del 2007, mientras que en los fondos de renta fija se observaron entradas netas interanuales, tras varios trimestres de salidas netas interanuales. Por último, los flujos netos interanuales hacia los fondos del mercado monetario volvieron a aumentar en el segundo trimestre del 2007, aunque esta subida revirtió parcialmente en el entorno de las turbulencias observadas en los mercados financieros (véase sección 2.1).

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

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro descendió levemente, hasta el 6,2%, en el segundo trimestre del 2007, desde el 6,3% del primer trimestre (véase gráfico 14). Esta evolución fue reflejo de una tasa de crecimiento de la inversión de los sectores no financieros en productos de seguro ligeramente inferior. La reducción de la tasa de crecimiento de la inversión por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se debió a las menores contribuciones de las participaciones en fondos de inversión y del efectivo y depósitos. Al mismo tiempo, la contribución de la inversión en valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) volvió a aumentar en el segundo trimestre del 2007.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

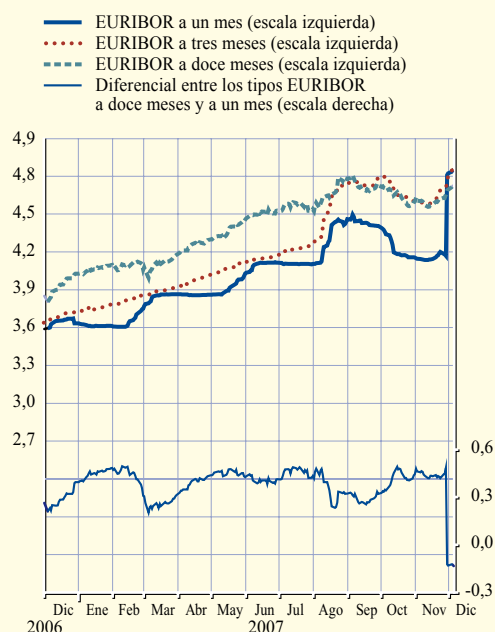
El inusualmente acusado diferencial entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado monetario se mantuvo desde principios de septiembre hasta comienzos de diciembre del 2007, aunque con una disminución temporal en octubre. La inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos de dicho mercado aumentó ligeramente hasta el 28 de noviembre, y el diferencial entre los tipos de interés no colateralizados del mercado monetario a doce meses y a un mes se incrementó hasta alcanzar los 48 puntos básicos en dicha fecha. Al día siguiente, el tipo a un mes no colateralizado, que abarcaba el final del año, experimentó una subida muy acusada, de 64 puntos básicos. A partir de entonces, el diferencial fue negativo.

Los tipos de interés no colateralizados del mercado monetario disminuyeron levemente entre principios de septiembre y comienzos de diciembre del 2007, a pesar de que volvieron a aumentar y casi alcanzaron niveles máximos (especialmente en el mercado monetario a tres meses) durante el mes de noviembre. El 5 de diciembre, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 4,86%, el 4,87%, el 4,8% y el 4,72%, respectivamente, es decir, 40, 13 y 4 puntos básicos por encima y 6 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados a principios de septiembre.

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de -13 puntos básicos el 5 de diciembre, en comparación con 33 puntos básicos el 3 de septiembre (véase gráfico 15). Sin embargo, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario establecida sobre esta base debe interpretarse con cierta cautela, porque refleja el hecho de que el EURIBOR a un mes abarca ahora el final del año, un momento en el que normalmente se espera que la liquidez esté más restringida. Además, la evolución de los diferenciales entre los tipos EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados, como el EUREPO (un índice de los tipos de interés del mercado de *repos* del sector privado), sigue siendo excepcional, en términos históricos, debido a las tensiones experimentadas en los mercados monetarios desde agosto.

Gráfico 15 Tipos de interés del mercado monetario

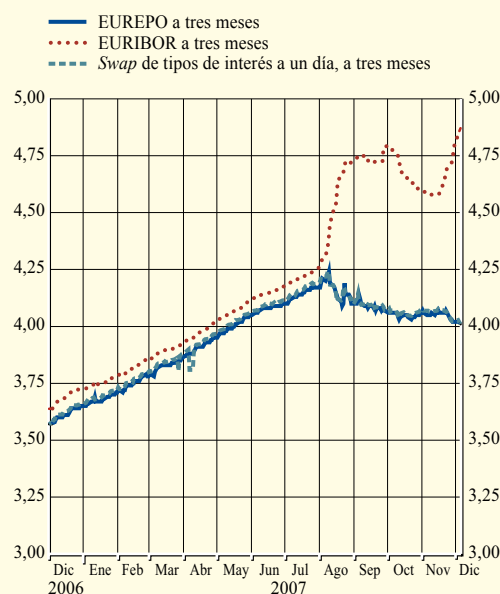
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

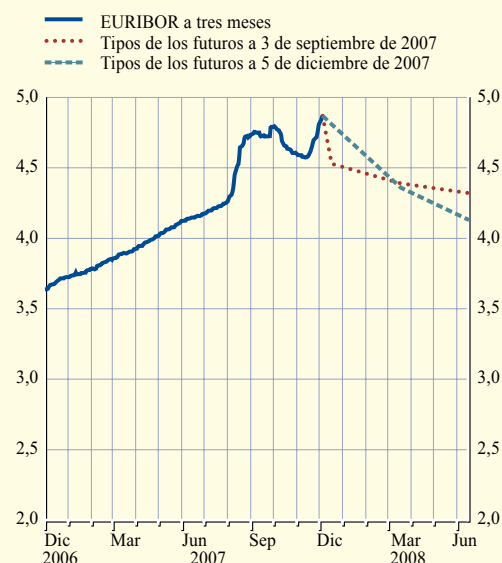
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

El 5 de diciembre de 2007, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo, junio y septiembre del 2008 se situaban en el 4,81%, el 4,44%, el 4,24% y el 4,08%, respectivamente. Los tipos de interés implícitos de los contratos con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo del 2008 se colocaron 28 y 6 puntos básicos, respectivamente, por encima del nivel de principios de septiembre, mientras que los tipos implícitos de los contratos con vencimiento en junio y septiembre del 2008 disminuyeron 7 y 19 puntos básicos (véase gráfico 17).

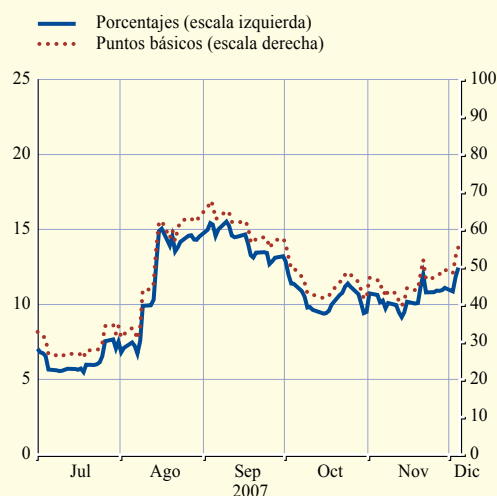
Las expectativas de los participantes en el mercado en lo que respecta a los tipos de interés a muy corto plazo en el 2007 y el 2008 se ajustaron a la baja entre principios de septiembre y comienzos de diciembre, como muestra la evolución de los tipos *swap* del EONIA (véase gráfico 16). Sin embargo, esto sólo se reflejó parcialmente en la evolución de los futuros del EURIBOR a tres meses. De hecho, los diferenciales entre los tipos de los depósitos y los tipos *swap* del EONIA correspondientes se mantienen en niveles elevados y continúan mostrando cierta volatilidad. El verdadero desarrollo de las expectativas puede deducirse a partir de la evolución de los tipos *swap* del EONIA (véase gráfico 16).

En cuanto a los indicadores de la incertidumbre acerca de la evolución del mercado monetario, la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses disminuyó ligeramente en septiembre y octubre, y volvió a subir en noviembre, alcanzando casi los niveles observados a principios de septiembre (véase gráfico 18).

En septiembre del 2007, los tipos de interés se elevaron a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario y mostraron una alta volatilidad, como consecuencia de las tensiones considerables experimentadas en dichos mercados (véase gráfico 19). A principios de octu-

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

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

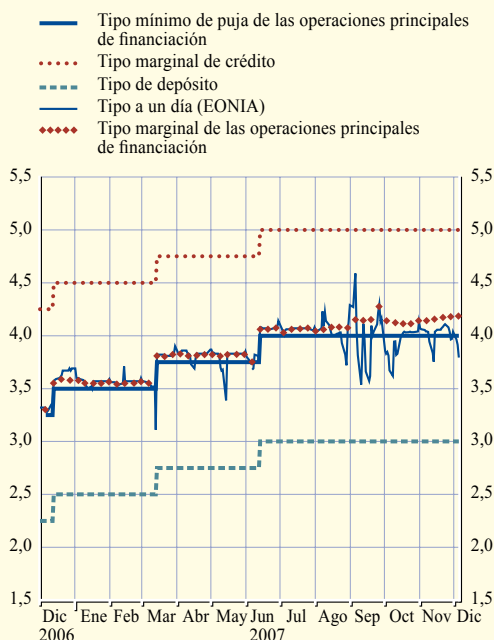


Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

bre, el BCE emitió un comunicado destacando la importancia de mantener los tipos de interés en niveles próximos al tipo mínimo de puja. Las condiciones de los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo se estabilizaron entonces y el EONIA permaneció en un nivel relativamente cercano al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Sin embargo, a partir del 14 de noviembre, el EONIA aumentó de forma sostenida, alcanzando una cota del 4,108% el 23 de dicho mes. Tras un comunicado emitido por el BCE y generosas adjudicaciones adicionales en las operaciones principales de financiación del BCE, esta tendencia al alza se invirtió y los tipos se redujeron progresivamente a niveles ligeramente por debajo del 4%. Esta evolución y las operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el BCE se describen con mayor detalle en el recuadro 2.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 8 DE AGOSTO Y EL 13 DE NOVIEMBRE DE 2007

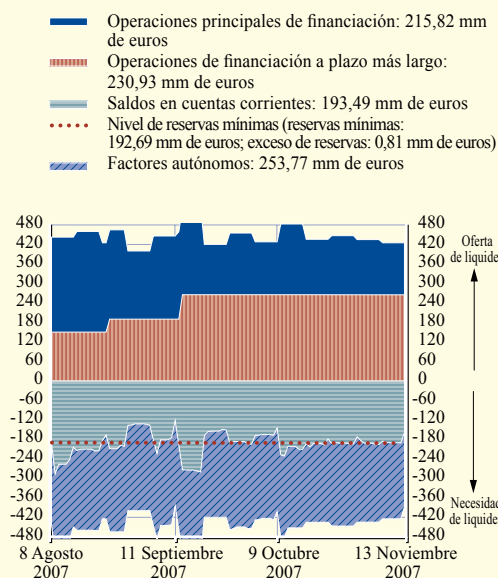
En este recuadro se describe la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de septiembre, el 9 de octubre y el 13 de noviembre de 2007. Estos períodos se caracterizaron por las tensiones que experimentó el mercado monetario de la zona del euro, a las que el BCE hizo frente proporcionando liquidez con mayor antelación de lo habitual, a través de sus operaciones principales de financiación (OPF), así como de varias operaciones de ajuste y dos operaciones de financiación adicionales a plazo más largo (OFPLM). La oferta media de liquidez de esos períodos de mantenimiento no se vio afectada por estas medidas, ya que la liquidez adicional inyectada anticipadamente en cada uno de dichos períodos se compensó con volúmenes de adjudicación menores y/o con operaciones de ajuste encaminadas a drenar liquidez en fechas posteriores de los respectivos períodos. El BCE comunicó estas medidas, a través de los servicios electrónicos de información, formulando varias declaraciones¹.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron, en promedio, 3,5 mm de euros en comparación con los tres períodos anteriores. Este efecto puede explicarse, principalmente, por un incremento de las exigencias de reservas de 4,4 mm de euros, mientras que los factores autónomos y el exceso de reservas se situaron en niveles ligeramente inferiores, reduciéndose en 0,7 mm de euros y 0,2 mm de euros, respectivamente. Las necesidades de liquidez totales resultantes de las exigencias de reservas ascendieron a 192,7 mm de euros, y las resultantes de los factores autónomos se situaron, en promedio, en 253,8 mm de euros (véase gráfico A).

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

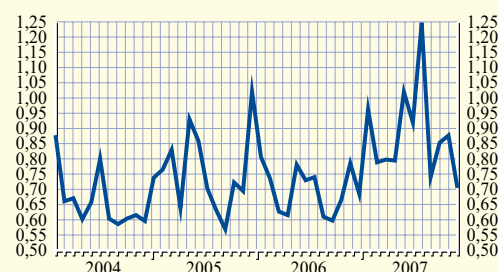
(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

¹ La lista completa de declaraciones formuladas por el BCE puede consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

El exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) se mantuvo, en general, estable en los tres periodos analizados, situándose en promedio en 0,81 mm de euros (véase gráfico B). Estas cifras son, en general, coherentes con el promedio de 0,75 mm de euros observado desde la introducción de los cambios en el marco de aplicación de la política monetaria en marzo del 2004.

Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen total de operaciones vivas de mercado abierto sólo se incrementó ligeramente como resultado del aumento de las exigencias de reservas. Al mismo tiempo, el plazo de vencimiento de estas operaciones varió sustancialmente durante el periodo analizado, ya que el volumen de OFPML aumentó significativamente en relación con el volumen de OPF.

En el periodo de mantenimiento que finalizó el 7 de agosto (el último antes de que se produjeran las turbulencias) el volumen total de liquidez inyectada a través de OFPML fue de 150 mm de euros, cifra que se elevó hasta 265 mm de euros en el periodo de mantenimiento que finalizó el 13 de noviembre, como consecuencia de la adjudicación, en agosto y septiembre, de dos OFPML adicionales por importe de 40 mm de euros y 75 mm de euros, respectivamente. Al mismo tiempo, el volumen medio de liquidez proporcionada a través de OPF se redujo de 301,7 mm de euros a 180,2 mm de euros. Como resultado, el porcentaje de financiación proporcionado a través de OFPML aumentó del 33% al 60%.

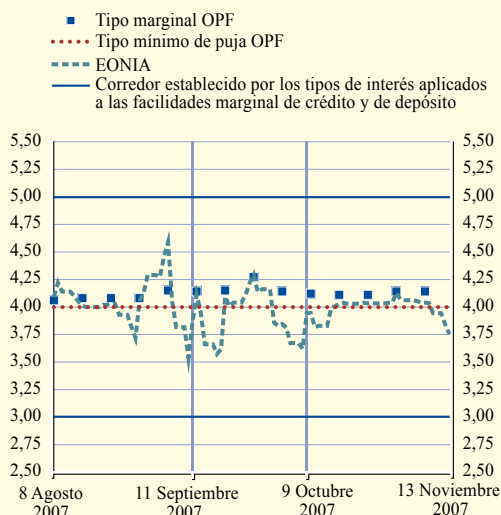
Como puede observarse en el gráfico C, el nivel de volatilidad del EONIA fue considerablemente mayor en el periodo analizado que en los últimos años. Debido a que las pujas presentadas por las entidades de contrapartida en las OPF fueron muy competitivas, el diferencial entre los tipos marginales de estas operaciones (los tipos más bajos a los que estas entidades reciben liquidez) y el tipo mínimo fue, en ocasiones, bastante amplio.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 11 de septiembre

En la mañana del 9 de agosto, las tensiones en algunos segmentos del mercado monetario denominados en dólares estadounidenses dieron lugar a un fuerte aumento de la demanda de saldos en cuenta corriente del Eurosistema por parte de las entidades de crédito. Por consiguiente, el tipo a un día se elevó hasta casi el 4,6%. Al mismo tiempo, el volumen de negociación en el mercado interbancario se tornó muy escaso. El BCE reaccionó inmediatamente realizando una operación de ajuste de inyección de liquidez en forma de subasta a tipo de interés fijo del 4%, con vencimiento a un día y preanuncio de adjudicación plena de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida². Como resultado, se inyectó liquidez por importe de 94,8 mm de euros (27 mm de euros más que en la segunda operación de ajuste más grande realizada hasta

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

² Las operaciones de ajuste realizadas en agosto se describen con mayor detalle en el recuadro 3 del Boletín Mensual de septiembre del 2007, titulado «Operaciones de mercado abierto adicionales del BCE en el periodo comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre de 2007».

la fecha, que tuvo lugar el 12 de septiembre de 2001). El tipo a un día se normalizó inmediatamente y se situó en torno al 4,05% durante el resto del día, mientras que el EONIA concluyó la jornada en el 4,22%.

En los tres días hábiles siguientes, el BCE realizó nuevas operaciones de ajuste para inyectar liquidez con vencimiento a un día, aunque esta vez en forma de subasta a tipo de interés variable. Los importes proporcionados esos días se redujeron de 61,1 mm de euros el 10 de agosto a 47,7 mm de euros el 13 de agosto y a 7,7 mm de euros el 14 de agosto, mientras que el EONIA fue descendiendo hasta el 4,05%. El 14 de agosto, el BCE adjudicó también la OPF regular, en la que se tuvo en cuenta, para el importe de referencia, el holgado excedente de liquidez acumulado desde el inicio del período de mantenimiento, como consecuencia de las operaciones de ajuste y, por lo tanto, el importe adjudicado fue relativamente reducido. En estas circunstancias, y para aliviar las tensiones que aún persistían en el mercado monetario a corto plazo, el BCE adjudicó 73,5 mm de euros por encima del importe de referencia.

Como el BCE todavía trataba de equilibrar la situación de liquidez para finales del período de mantenimiento, el importe adjudicado por encima de la adjudicación de referencia se redujo a 46 mm de euros en la OPF correspondiente al 22 de agosto. El 23 de agosto, el BCE adjudicó también una operación de financiación a más largo plazo adicional con vencimiento a tres meses por un importe de 40 mm de euros, respaldando aún más la normalización del funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. Como resultado de la holgada situación de liquidez registrada tras la inyección de estos grandes volúmenes de liquidez, además de las adjudicaciones de referencia habituales, el EONIA se redujo hasta el 3,72% el 28 de agosto.

Para reducir gradualmente el abultado excedente de reservas acumulado hasta esta fecha, el BCE rebajó aún más —hasta 14,5 mm de euros— la cantidad adjudicada por encima del importe de referencia en la siguiente OPF. El 29 de agosto, día en que se liquidó la OPF, el EONIA subió hasta el 4,05%. Sin embargo, como resultado de la reducción del importe adjudicado por encima de la adjudicación de referencia, los saldos diarios en cuenta corriente cayeron hasta un nivel de 50-60 mm de euros por debajo de las exigencias de reservas correspondientes a esa semana. Esto, sumado al habitual efecto de fin de mes, hizo que el EONIA volviese a aumentar hasta situarse en el 4,458% el 4 de septiembre³. Este día, el BCE adjudicó 5 mm de euros por encima del importe de referencia en la última OPF del período. Cuando el EONIA siguió subiendo, hasta alcanzar el 4,588% el 5 de septiembre, el BCE inyectó liquidez por importe de 42,2 mm de euros el 6 de septiembre mediante una operación de ajuste a un día sin anuncio previo del volumen. Se revirtió la tendencia alcista del tipo a un día y el EONIA se redujo hasta el 3,538% el 10 de septiembre. Al día siguiente, último día del período, el BCE reequilibró, prácticamente, la situación realizando una operación de ajuste para drenar liquidez por importe de 60 mm de euros a un tipo del 4%. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 1,2 mm de euros y con el EONIA en el 3,865%.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 9 de octubre

En la primera OPF de este período de mantenimiento, que se liquidó el 12 de septiembre, el BCE adjudicó 10 mm de euros por encima del importe de referencia. Tan sólo un día después, se inyectó más liquidez a través de una segunda operación adicional de financiación a más largo plazo con vencimiento a tres meses y por un importe de 75 mm de euros. El objetivo de esta operación era respaldar la normalización del funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro y, la holgada situación de liquidez resultante redujo el EONIA desde el 4,113% registrado el primer día del período hasta el 3,573% el 17 de septiembre.

3 A partir de septiembre, el EONIA se publica con tres decimales en vez de dos.

Con la segunda OPF de ese período, el BCE comenzó a drenar gradualmente el exceso de liquidez y adjudicó 36 mm de euros por encima del importe de referencia. El día de la liquidación, el 19 de septiembre, el EONIA aumentó 48 puntos básicos, hasta el 4,095%, para descender hasta el 4,007% al día siguiente. Ante el inminente final de trimestre, el EONIA experimentó un fuerte repunte hasta alcanzar un nivel del 4,293% el 26 de septiembre. La adjudicación de 33 mm de euros por encima del importe de referencia en la OPF de esa semana frenó esta tendencia alcista y el EONIA se redujo hasta el 4,137% y el 4,162%, respectivamente, en los dos últimos días del trimestre. El lunes 1 de octubre, una vez superado el efecto de fin de trimestre, el EONIA se situó en el 3,858%.

Con la adjudicación, en la OPF correspondiente a la última semana del período, de 7,5 mm de euros por encima del importe de referencia, el EONIA descendió nuevamente, situándose en el 3,621% el 8 de octubre. Al día siguiente, el BCE restableció de nuevo el equilibrio de la situación de liquidez retirando 24,5 mm de euros mediante una operación de ajuste a un tipo de interés del 4%. El período finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de apenas 0,4 mm de euros y con el EONIA en el 3,945%.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 13 de noviembre

Justo antes del comienzo del período de mantenimiento que finalizó el 13 de noviembre, el BCE formuló una declaración a través de los servicios electrónicos de información comunicando su intención de reducir aún más la volatilidad de los tipos a corto plazo en torno al tipo central de intervención⁴. A tal efecto, el BCE manifestó su voluntad de reforzar la política de realizar adjudicaciones por encima del importe de referencia en sus OPF y de tratar de equilibrar la situación de liquidez a finales del período, a fin de controlar dicha situación durante el período, de modo que los tipos de interés a muy corto plazo se mantuvieran en niveles cercanos al tipo mínimo de puja. El BCE adjudicó 40 mm de euros por encima del importe de referencia en la primera OPF del período. Cuando el EONIA se redujo del 3,946% al 3,818% en los dos primeros días del período, el BCE realizó una operación de ajuste para drenar liquidez, ofreciéndose a aceptar «hasta 30 mm de euros» durante cinco días a un tipo del 4%. Dado que las entidades de contrapartida presentaron pujas por un valor total de 40 mm de euros, los 30 mm de euros fueron absorbidos en su totalidad.

Después de esta operación, el EONIA se estabilizó en un nivel ligeramente superior al 4% y se mantuvo en dicho nivel hasta el 9 de noviembre; el efecto de fin de mes sólo produjo un moderado aumento hasta el 4,131%. El BCE redujo constantemente la cantidad en que las adjudicaciones excedían el importe de referencia, adjudicándose 3,5 mm de euros por encima de dicho importe en la última OPF del período. El EONIA se redujo hasta el 3,837% en el penúltimo día del período. Al día siguiente, el BCE esperaba un recurso neto a la facilidad de depósito de 37 mm y realizó una operación de ajuste para drenar liquidez por ese importe. Sin embargo, las pujas presentadas por las entidades de contrapartida se situaron 9,3 mm de euros por debajo de ese volumen, lo que dio lugar a un excedente de liquidez en el mercado. El tipo a un día se redujo hasta un nivel cercano al tipo de la facilidad de depósito, y el EONIA se situó en el 3,755%. El período finalizó con un recurso neto a dicha facilidad de depósito de 8,7 mm de euros.

4 El BCE formuló la siguiente declaración el 8 de octubre, junto con el anuncio de la primera OPF del período de mantenimiento: «El BCE continúa realizando un estrecho seguimiento de la situación de liquidez y se propone reducir aún más la volatilidad de los tipos a muy corto plazo en torno al tipo mínimo de puja de las OPF. A tal efecto, el BCE reforzará su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, a fin de acomodar la demanda de las entidades de contrapartida para cumplir las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento. Se estima que la diferencia entre el importe adjudicado y la adjudicación de referencia se reducirá gradualmente a lo largo del período de mantenimiento teniendo en cuenta las condiciones imperantes en los mercados. El BCE se propone todavía equilibrar la situación de liquidez al final del período de mantenimiento. Además, controlará la liquidez para tratar de alcanzar una situación más equilibrada también durante el período de mantenimiento de forma compatible con el objetivo de mantener los tipos de interés a muy corto plazo en niveles próximos al tipo mínimo de puja».

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

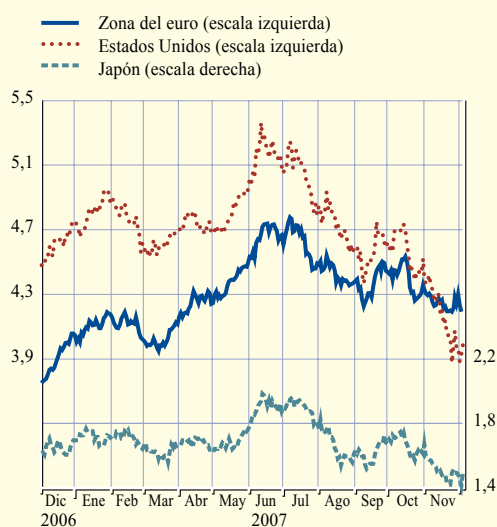
En los tres últimos meses, los mercados financieros internacionales se han visto fuertemente afectados por las turbulencias financieras que comenzaron en agosto. Los precios de los activos experimentaron considerables fluctuaciones en el periodo considerado, reflejo, en parte, de la evolución de la opinión de los inversores acerca de la mayor magnitud del impacto de dichas turbulencias. Los mercados de deuda pública registraron importantes desplazamientos de fondos desde activos de riesgo hacia activos más seguros, como la deuda soberana, lo que modificó las expectativas respecto a los tipos de interés oficiales e incrementó la incertidumbre entorno a las perspectivas económicas. En general, en la mayor parte de las economías avanzadas, el rendimiento de la deuda pública bajó. Por otro lado, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los mercados de renta fija aumentó en la zona del euro y, en particular, en Estados Unidos.

En los tres últimos meses, los mercados financieros internacionales se han caracterizado por una acusada volatilidad, como resultado de una revisión general de la valoración de los riesgos financieros provocada por la crisis del mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. La inquietud de los inversores creció a medida que se iba disponiendo de evidencia adicional sobre las consecuencias de la exposición a los activos hipotecarios estadounidenses, y los mercados experimentaron fuertes fluctuaciones. Inicialmente, los mercados internacionales de renta fija se vieron afectados, principalmente, por los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, mientras que, más recientemente, el rendimiento de la deuda pública parece haber reflejado también el creciente pesimismo de los inversores acerca de las perspectivas económicas, especialmente para los Estados Unidos. Al mismo tiempo, también parece haberse acentuado la preocupación de los inversores respecto a la inflación, como consecuencia del aumento de los precios del petróleo y de los alimentos en el período analizado.

En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se situó en el 4,2% a comienzos de diciembre, unos 20 puntos básicos por debajo del nivel de finales de agosto (véase gráfico 20). Sin embargo, esta evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo oculta marcadas oscilaciones dentro del período examinado. Al mismo tiempo, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años cayó unos 60 puntos básicos, situándose en torno al 4% al final del período. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó notablemente, tornándose negativo por primera vez desde septiembre del 2004, al situarse en -20 puntos básicos a principios de diciembre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,5% al final del período considerado. Las turbulencias financieras provocaron una creciente incertidumbre entre los participantes en el mercado en torno a la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo

Gráfico 20 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

plazo en la zona del euro y, particularmente, en Estados Unidos, lo que se reflejó en niveles más altos y acusadas fluctuaciones de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija entre finales de agosto y el 5 de diciembre.

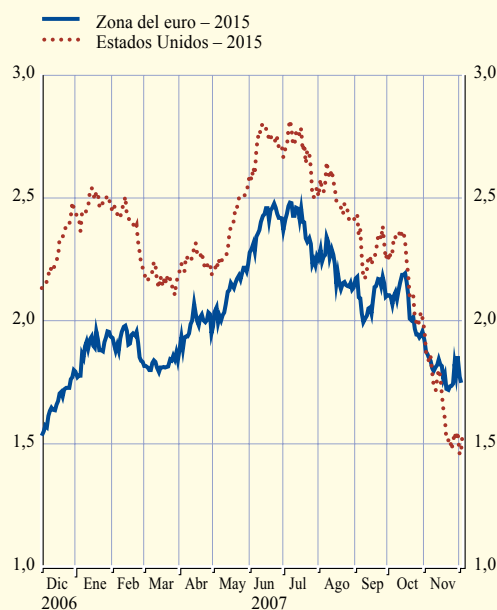
El rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo disminuyó considerablemente en el período analizado, como resultado del pronunciado descenso del rendimiento real que, medido por el de los bonos indicados con la inflación, cayó unos 90 puntos básicos, es decir, incluso más que el rendimiento nominal. El descenso del rendimiento real pareció ser reflejo de la percepción, por parte de los participantes en el mercado, de que las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos se estaban debilitando, como consecuencia, posiblemente, de los efectos económicos adversos del alza de los precios del petróleo, del deterioro del sector de la vivienda y de la creciente inquietud en torno al impacto económico de las turbulencias financieras. La decisión de recortar los tipos de interés, adoptada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal el 18 de septiembre y, nuevamente, el 31 de octubre, originó revisiones a la baja de las expectativas respecto a los tipos de interés a medio y largo plazo, contribuyendo así a reducir el rendimiento de los bonos en el período examinado. Al mismo tiempo, el aumento de los precios del petróleo y la depreciación del dólar estadounidense parecieron causar cierta inquietud entre los inversores respecto a la inflación. En el período considerado, las tasas de inflación implícitas se elevaron en Estados Unidos en todos los plazos, lo que contribuyó a atenuar las presiones a la baja sobre el rendimiento nominal que habían sido generadas por el descenso del rendimiento real.

Al igual que en Estados Unidos, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro ha disminuido desde finales de agosto, aunque en menor medida. Este descenso es también reflejo de la reducción del rendimiento real observada en la zona (véase gráfico 21). El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación cayó unos 30 puntos básicos, hasta el 1,9%, mientras que el rendimiento de los bonos a cinco años, dentro de cinco años, indicados con la inflación, decreció unos 10 puntos básicos, hasta el 2,1%. Además de los efectos de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, la revisión a la baja del rendimiento real (y nominal) de la deuda pública en la zona del euro puede atribuirse a la percepción, por parte de los inversores, de cierta moderación de las perspectivas de crecimiento de la zona.

En los últimos meses, las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro aumentaron ligeramente en todos los plazos, hasta niveles bastante elevados, como resultado, probablemente, de los nuevos máximos alcanzados por los precios del petróleo, del fuerte incremento de los precios de los alimentos y del reciente aumento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo de inflación, se elevó ligeramente en el período analizado, hasta situarse en el 2,4% el 5 de diciembre (véase gráfico 22). Se

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos

(en porcentaje; datos diarios)

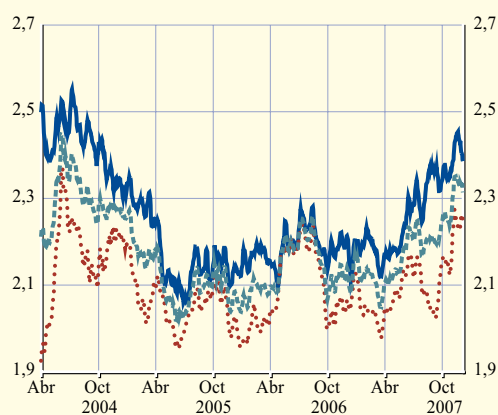


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 22 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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

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

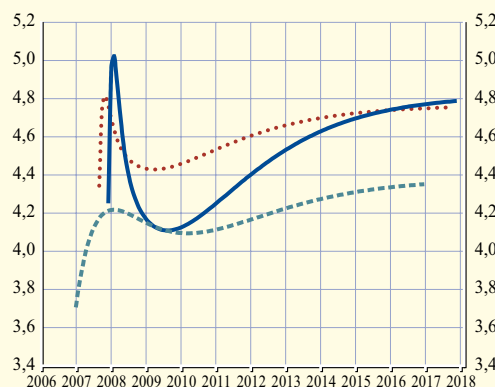


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)

- 5 diciembre 2007
- ... 31 agosto 2007
- - - 29 diciembre 2006



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.

observaron aumentos similares de las tasas de inflación implícitas a cinco años y a diez años, lo que sugiere una mayor preocupación de los inversores respecto a la inflación en todos los plazos más largos. Los indicadores de expectativas de inflación a más corto plazo, actualmente disponibles, sugieren que, en el período examinado, ha crecido también la inquietud de los participantes en el mercado en torno a la inflación en los plazos más cortos. Por ejemplo, los tipos a un año, dentro de un año, basados en *swaps* iniciados con la inflación, han subido 30 puntos básicos desde finales de agosto, hasta situarse por encima del 2,3% al final del período considerado. Sin embargo, en un período de turbulencias financieras generalizadas, cabe interpretar con especial cautela los movimientos de las tasas de inflación implícitas y de otros indicadores de expectativas de inflación basados en el mercado.

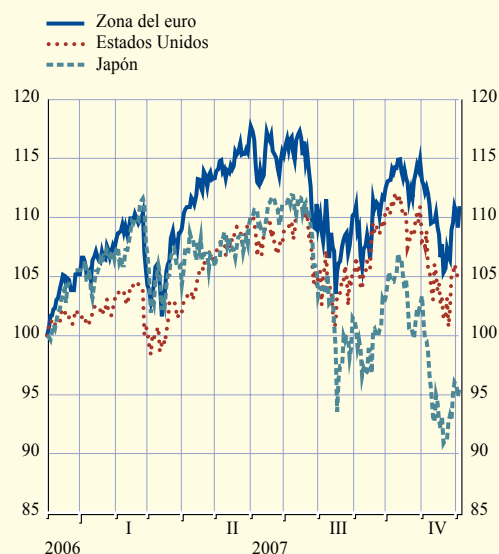
Entre finales de agosto y comienzos de diciembre del 2007, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja en casi todos los plazos (véase gráfico 23). El desplazamiento a la baja observado en los plazos más cortos de la curva sigue reflejando las tensiones de los mercados monetarios, mientras que el registrado en los plazos medios a largos puede atribuirse, por un lado, al descenso de las primas de riesgo impulsado por los flujos de fondos hacia la seguridad de la deuda pública y, por otro, a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de los participantes en el mercado en los plazos medios de la curva.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y principios de diciembre, los precios de las acciones experimentaron pronunciadas fluctuaciones en los mercados internacionales, al tiempo que oscilaba también la volatilidad

Gráfico 24 Índices bursátiles

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

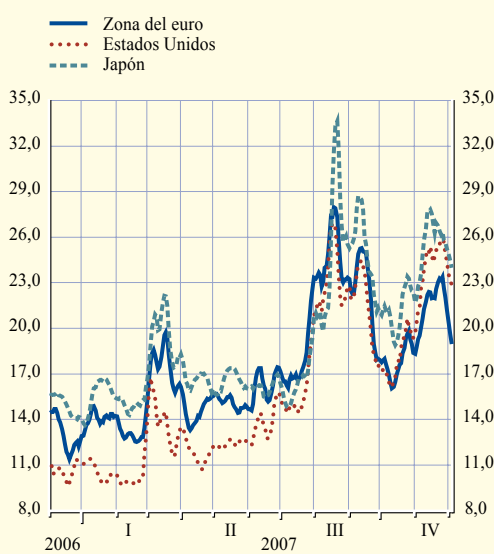


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 25 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

implícita de los mercados de renta variable, aunque, en general, los principales índices bursátiles registraron variaciones relativamente moderadas. En la primera parte del periodo analizado, los mercados internacionales de valores se recuperaron notablemente de las elevadas pérdidas sufridas como consecuencia de las turbulencias financieras surgidas a comienzos de agosto. Posteriormente, a partir de mediados de octubre, volvió a crecer la inquietud respecto a las implicaciones financieras y económicas de la crisis hipotecaria estadounidense, provocando una nueva corrección de los precios de las acciones. Las fluctuaciones de las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales parecieron ser reflejo, principalmente, de cambios en las primas de riesgo de las acciones exigidas por los inversores, más que de importantes revisiones de los beneficios esperados.

Las recientes turbulencias financieras tuvieron un fuerte impacto sobre los precios de las acciones en los mercados internacionales, que se caracterizaron por una acentuada volatilidad en los últimos meses. Entre finales de agosto y comienzos de diciembre, los principales mercados de renta variable registraron fluctuaciones de precios muy acusadas. En la primera parte del período examinado, los mercados internacionales de valores se recuperaron casi totalmente de las elevadas pérdidas sufridas en las primeras semanas de turbulencias financieras. Posteriormente, a partir de mediados de octubre, volvió a crecer la aversión al riesgo, al intensificarse la preocupación por las implicaciones financieras y económicas de la crisis hipotecaria estadounidense, provocando una nueva corrección de los precios de las acciones en noviembre (véase gráfico 24). En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se mantuvieron prácticamente estables entre finales de agosto y el 5 de diciembre. Las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 10% en el período considerado.

Tras la aparición de tensiones en los mercados financieros en agosto, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció notablemente en los principales mercados (véase gráfico 25). Esta evolución fue reflejo del brusco cambio en la valoración de los riesgos por parte de los inversores, observado a finales del pasado verano, como resultado de la creciente incertidumbre en torno a la mayor magnitud de las implicaciones de la crisis hipotecaria estadounidense. Posteriormente, la preocupación de los inversores parece haberse atenuado temporalmente, y la volatilidad de los mercados se moderó de forma significativa. Sin embargo, a partir de mediados de octubre volvió a crecer la incertidumbre de los inversores. En efecto, los descensos de las cotizaciones bursátiles observados en noviembre parecen haber sido consecuencia de la elevación de las primas de riesgo de las acciones, dado que coincidieron con un fuerte incremento de la volatilidad, en un contexto de disminución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo y de mantenimiento de beneficios efectivos y esperados relativamente elevados. El reciente acusado aumento de los diferenciales de renta fija privada, en particular para las empresas con calificación crediticia más baja, respalda también la opinión de que, hacia el final del período considerado, han vuelto a crecer la incertidumbre y la aversión al riesgo de los inversores, tras un período de acentuada moderación.

En la primera parte del período analizado, los mercados internacionales de renta variable, en general, y el de Estados Unidos, en particular, se recuperaron de la pronunciada corrección inicial del verano. Al igual que en febrero-marzo y junio de este año, la presión vendedora observada pareció ser un episodio de corta duración. Sin embargo, el clima de los mercados de valores volvió a deteriorarse y la incertidumbre creció nuevamente, como resultado de las malas noticias procedentes del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo y de las pérdidas generalmente más altas de lo previsto anunciadas por las principales instituciones financieras. La mayor inquietud de los inversores en torno a las perspectivas económicas, a la situación desfavorable de los mercados de la vivienda y, en particular, a los posibles impactos adversos de las turbulencias financieras, unida al aumento de los precios del petróleo, generó pérdidas adicionales en todos los sectores de los mercados de valores.

Sin embargo, según los analistas, el crecimiento de los beneficios efectivos y esperados de las empresas estadounidenses siguió siendo bastante vigoroso y, junto con el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo y con las expectativas de relajación de la política monetaria, frenó la caída de los precios de las acciones en Estados Unidos, en la última parte del período examinado, y contribuyó a una recuperación parcial de las cotizaciones bursátiles. En efecto, las tasas esperadas de crecimiento de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500, para los próximos doce meses y los próximos tres a cinco años, se mantuvieron en dos dígitos, y la primera hasta se elevó al 13% en noviembre (véase gráfico 26).

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

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial (I/B/E/S) y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	6,9	6,2	12,0	6,7	29,8	3,1	12,0	5,4	7,5	10,4	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2006 III	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
2006 IV	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
2007 I	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
2007 II	12,6	0,9	8,8	13,4	1,6	-1,5	12,1	13,7	2,4	9,4	6,3
2007 III	0,1	-5,0	-0,8	-4,1	-7,5	-2,7	-10,4	7,7	9,1	2,1	-3,4
Octubre	-0,0	2,6	5,0	-1,0	1,9	2,4	3,6	-1,1	8,4	6,2	2,9
Noviembre	-4,9	-4,4	-5,8	-2,9	-5,6	2,7	-2,3	-4,1	1,5	1,3	-3,4
31 agosto - 5 diciembre	-2,8	-3,4	1,8	0,4	-4,3	5,9	-1,0	-1,6	15,8	13,6	0,7

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

De forma similar, reflejando la tendencia de los mercados internacionales, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro registraron acusadas fluctuaciones en los tres últimos meses. La inquietud de los inversores respecto al impacto de la crisis hipotecaria estadounidense se extendió rápidamente a los precios de las acciones en todo el mundo, incluida la zona del euro, al quedar claro que las instituciones financieras de la zona podrían estar también fuertemente expuestas a las inversiones en instrumentos relacionados con las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. Al igual que otros grandes mercados, el mercado de renta variable de la zona del euro experimentó una importante recuperación en la primera parte del período considerado, pero estas ganancias se han erosionado, en parte, en las últimas semanas. Concretamente, entre mediados de octubre y el 5 de diciembre, el índice Dow Jones EURO STOXX perdió cerca de un 3%.

A lo largo del período analizado, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron sostenidas por los beneficios empresariales. Los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro siguieron registrando un sólido crecimiento, pese a los altos precios del petróleo y a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense. Según los datos de noviembre, se espera que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX sigan creciendo a una tasa interanual cercana al 10% en los próximos doce meses y en torno al 8% en los próximos tres a cinco años. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos se situó en el 15% en noviembre, sólo ligeramente por debajo del nivel de agosto. Estas cifras sugieren que, pese a las turbulencias financieras, los analistas siguen esperando que los beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro continúen creciendo en los próximos años. Además de los elevados beneficios empresariales, el descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro debería haber tenido un favorable efecto de descuento, contribuyendo así a mitigar la caída de los precios de las acciones.

En cuanto a la evolución por sectores de los índices bursátiles de la zona del euro, en los tres últimos meses se observaron diferencias significativas entre los distintos sectores económicos (véase cuadro 3). En el período examinado, los sectores de telecomunicaciones y de agua, gas y electricidad registraron ganancias de dos dígitos, muy por encima del índice Dow Jones EURO STOXX amplio. Entre los sectores con peores resultados, las mayores pérdidas se registraron en los servicios de consumo y, en particular, en el sector financiero. Los malos resultados del sector financiero, que perdió más del 4% entre

finales de agosto y comienzos de diciembre, parecen haber sido consecuencia de pérdidas más elevadas de lo previsto y de la incertidumbre respecto a la exposición de este sector frente a activos vinculados a hipotecas estadounidenses de alto riesgo.

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

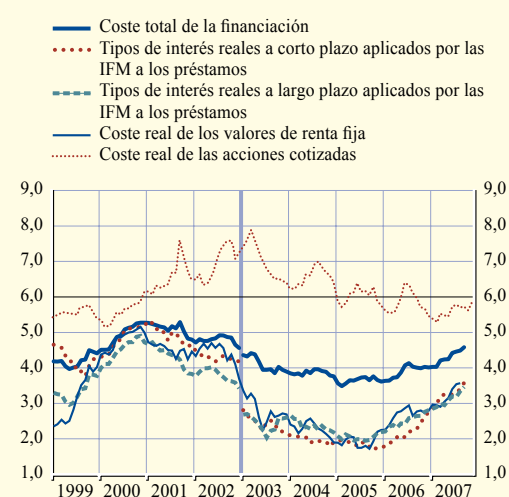
En el tercer trimestre del 2007, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras continuó aumentando ligeramente. Al mismo tiempo, la rentabilidad de las empresas mantuvo su firmeza. A pesar del incremento del coste de financiación, la demanda de préstamos a las IFM por parte de las sociedades no financieras permaneció en niveles elevados. En consecuencia, la ratio de deuda sobre beneficios de las sociedades no financieras aumentó, mientras que la ratio de deuda sobre activos financieros mantuvo su estabilidad, a raíz de la considerable inversión financiera de los últimos trimestres. En el contexto del endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito reflejado en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007, todavía está por ver si las recientes turbulencias financieras harán que el crecimiento de los préstamos se modere en los próximos meses.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus respectivos saldos vivos (corregidos de efectos de valoración)— volvió a incrementarse en el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico 27)⁶. Sin embargo, desde una perspectiva a más largo plazo, se mantuvo por debajo de los máximos alcanzados en el período 2000-2002 cuando, en el contexto de la corrección que se produjo entonces en los mercados de valores, el coste real de las acciones alcanzó niveles particularmente elevados⁷. En el tercer trimestre del 2007, el aumento del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras fue consecuencia, principalmente, de la subida continuada de su coste real de financiación mediante deuda, que se incrementó en alrededor de 30 puntos básicos entre el segundo y el tercer trimestres del 2007. Tanto el coste real de los préstamos bancarios como el de la financiación mediante valores de renta fija contribuyeron a este aumento. En cambio, el coste real de las acciones cotizadas prácticamente no varió. La subida del coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro refleja principalmente la tendencia hacia el endurecimiento de las condiciones de financiación que se inició en diciembre del 2005, siguiendo así, en términos generales, el patrón de retardo en la transmisión y suavización de los tipos de interés observado

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

(en porcentaje)



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

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

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

7 Sin considerar la ruptura estadística de principios del 2003.

en ciclos anteriores. Al mismo tiempo, las tensiones de los mercados financieros y la reevaluación del riesgo también han contribuido al aumento registrado en el pasado reciente.

El coste real de la financiación bancaria continuó incrementándose en el tercer trimestre, en 30 puntos básicos desde junio hasta septiembre, y los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo contribuyeron a este aumento. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación hasta un año se elevaron aproximadamente entre 30 y 40 puntos básicos entre junio y septiembre del 2007, dependiendo del importe de los préstamos (véase cuadro 4). Esta subida fue menor que la experimentada por el EURIBOR a tres meses, que aumentó notablemente en el contexto de las tensiones en los mercados financieros. Por consiguiente, el diferencial entre tipos a corto plazo de los préstamos bancarios y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario disminuyó en el tercer trimestre del 2007. Esta evolución estuvo en consonancia, en términos generales, con la evidencia acerca de la transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años también siguieron ascendiendo en el mismo período, aproximadamente entre 20 y 30 puntos básicos, dependiendo del importe de los préstamos, a pesar del descenso del rendimiento de la deuda pública comparable. Este incremento puede deberse al hecho de que el coste de la financiación bancaria a largo plazo mediante la emisión de bonos se elevó significativamente (véase gráfico 28). Contrastando con la situación de los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos bancarios, el diferencial entre los tipos a largo plazo de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública a dos y a cinco años se amplió notablemente en el tercer trimestre del 2007. Esta evolución también coincide con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007, que sugieren una reevaluación más amplia de los riesgos por parte de las entidades de crédito, tras un largo período de condiciones extraordinariamente favorables del crédito. De acuerdo con los resultados de dicha encuesta, las entidades de crédito participantes señalaron que el endurecimiento

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

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta sept. 2007 ²⁾		
	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Ago	2007 Sep	2007 Mar	2007 Jun	2007 Ago
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,69	5,80	6,06	6,18	6,36	6,50	44	32	14
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,74	5,08	5,29	5,53	5,75	5,92	62	38	17
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,59	4,67	4,83	5,00	5,16	5,22	39	22	6
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,03	4,50	4,68	4,90	5,00	5,20	52	31	20
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,48	4,63	4,86	5,17	5,30	5,45	59	28	14
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,34	3,68	3,89	4,15	4,54	4,74	85	59	20
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,62	3,79	3,94	4,45	4,19	4,10	15	-36	-9
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,70	3,83	3,95	4,57	4,27	4,19	25	-38	-8

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

neto de los criterios de aprobación del crédito se debía a factores que estaban relacionados con su situación en el entorno actual de tensiones en los mercados financieros, como los costes relacionados con su nivel de capital, su situación de liquidez y su acceso a la financiación en los mercados, así como a sus expectativas relativas a la actividad económica general y las perspectivas del sector o de sociedades concretas. En Estados Unidos y el Reino Unido también se citaron razones similares para explicar el endurecimiento neto de los criterios de aprobación en el tercer trimestre del 2007, particularmente en el caso de los préstamos a grandes empresas (véase recuadro 3).

Recuadro 3

EVIDENCIA DEL IMPACTO DE LAS RECIENTES TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS PROCEDENTE DE LAS ENCUESTAS SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre puso de manifiesto que las entidades de crédito reaccionaron ante las tensiones observadas en los mercados financieros en el tercer trimestre endureciendo los criterios aplicados para la concesión de crédito a las empresas y, en menor medida, a los hogares. En este contexto resulta de interés investigar si las entidades de crédito de otras áreas económicas importantes han respondido de manera similar a estas tensiones. El análisis que se lleva a cabo en este recuadro se basa en la evidencia procedente de las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas en algunas economías industrializadas importantes, concretamente, en Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro¹, y se presentan los resultados correspondientes principalmente a los préstamos a empresas que, en promedio, se vieron afectados de manera más acusada que los préstamos a hogares en los países en los que se llevaron a cabo las encuestas.

Algunos hechos relevantes acerca del diseño de las encuestas

Las cuatro encuestas analizadas se realizan trimestralmente y presentan información, basada en las respuestas de las entidades de crédito participantes, sobre las variaciones registradas en los tres meses anteriores y las esperadas en los tres meses siguientes en los criterios de aprobación de los préstamos, en las condiciones de concesión de los mismos y en la demanda de préstamos. Además, en todas las encuestas se solicita a las entidades que señalen los factores que pueden haber determinado la evolución observada. A este respecto, las encuestas son bastante similares entre sí. No obstante, si se analizan detalladamente, presentan algunas diferencias relevantes que se deben tener en cuenta al comparar los resultados. En primer lugar, por lo que se refiere a las empresas, una parte de las respuestas de las entidades participantes se publican para todas las empresas, y otra parte se divide en grandes, medianas y pequeñas empresas², con categorías de tamaño diferentes en las distintas encuestas. Por otra parte, los métodos de compilación de los datos también presentan algunas diferencias. Las encuestas de Estados Unidos y de la zona del euro publican porcentajes netos, que se definen como la diferencia simple entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se

1 La encuesta trimestral «Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices» de Estados Unidos (la «encuesta de Estados Unidos») se basa en una muestra de 50-60 entidades de crédito nacionales importantes y una muestra separada de 20 sucursales y agencias de entidades de crédito extranjeras radicadas en Estados Unidos. En la encuesta trimestral «Japan Senior Loan Officer Survey» de Japón (la «encuesta japonesa») participan unas 50 entidades japonesas importantes. La encuesta trimestral «UK Credit Conditions Survey» del Reino Unido (la «encuesta del Reino Unido»), introducida por el Banco de Inglaterra en el año 2007, cubre unas 30 entidades de crédito, los mayores prestamistas en los segmentos de mercado de préstamos garantizados, préstamos no garantizados, y préstamos a empresas. En la encuesta trimestral sobre préstamos bancarios de la zona del euro (la «encuesta de la zona del euro») participan unas 90 entidades de todos los Estados miembros de la zona del euro. Los resultados nacionales se ponderan por los volúmenes de préstamos a hogares y a empresas para obtener datos agregados de la zona del euro.

2 En la encuesta de Estados Unidos, por ejemplo, las respuestas se dividen en «grandes y medianas empresas» y «pequeñas empresas», pero no se presentan resultados para todas las empresas.

han endurecido» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado», mientras que el Banco de Inglaterra publica saldos netos porcentuales en los que las contestaciones se ponderan por la intensidad de la respuesta (es decir, a las variaciones importantes se les asigna una ponderación dos veces superior a la de las variaciones menores) y por la cuota de mercado de las entidades participantes en la encuesta. Al igual que el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón también publica resultados ponderados (índice de difusión).

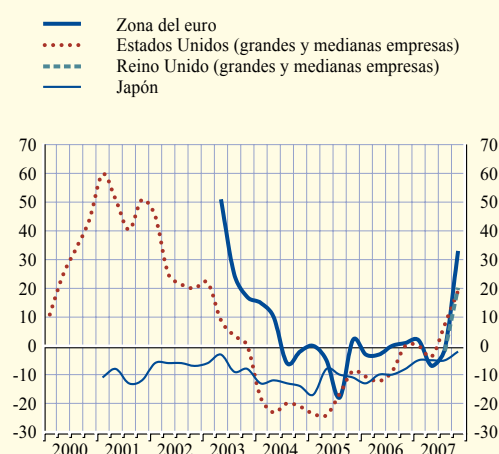
Además, al comparar los resultados de las encuestas para el tercer trimestre del 2007 se ha de tener presente el hecho de que las encuestas se realizaron en fechas diferentes. La encuesta de Estados Unidos de octubre del 2007 y la encuesta de Japón correspondiente se llevaron a cabo en torno a mediados de octubre, mientras que la encuesta del Reino Unido para el tercer trimestre se realizó entre el 20 de agosto y el 13 de septiembre, y la de la zona del euro para ese trimestre³ se llevó a cabo en la segunda quincena de septiembre.

Cambios en los criterios de concesión del crédito en el tercer trimestre del 2007

Las encuestas realizadas en Estados Unidos, Reino Unido y en la zona del euro indican un considerable endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas en el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico A). En las tres áreas económicas, las grandes empresas se vieron más afectadas que las pequeñas empresas por este endurecimiento neto. No obstante, al mismo tiempo, el porcentaje neto de entidades que señalaron que los citados criterios se habían endurecido en Estados Unidos y en la zona del euro continuó siendo inferior a los porcentajes máximos registrados en el 2001 y el 2003, respectivamente⁴. En la zona del euro, los criterios para la concesión de préstamos aplicados a los hogares se endurecieron sustancialmente menos que los correspondientes a los préstamos a empresas, mientras que en el Reino Unido prácticamente no se modificaron, en términos netos (véase gráfico B)⁵. En cambio, en Estados Unidos, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos hipotecarios a hogares se endurecieron considerablemente en el tercer trimestre del 2007, hasta alcanzar el porcentaje neto más elevado desde que empezó a realizarse la encuesta en 1990. A diferencia de lo observado en las otras tres encuestas, las entidades japonesas señalaron que los criterios aplicados a la concesión de préstamos a empresas de todos los tamaños y a hogares habían

Gráfico A Cambios en los criterios de concesión de préstamos a grandes empresas

(en los tres últimos meses; porcentaje neto de entidades que han contribuido al endurecimiento de los criterios)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Banco de Inglaterra. Nota: Para el Reino Unido, datos disponibles a partir del segundo trimestre del 2007. Los saldos netos porcentuales sobre la disponibilidad de crédito a empresas en el Reino Unido se han invertido. Para Japón, índice de difusión invertido.

3 Para una descripción detallada de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro en el tercer trimestre del 2007, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de octubre del 2007.

4 No se dispone de datos históricos del Reino Unido para estos períodos.

5 Se ha de observar que la encuesta del Reino Unido se realizó antes de la declaración de insolvencia de Northern Rock, una entidad de crédito hipotecario de ese país.

seguido relajándose, en términos netos, en el tercer trimestre del 2007, y esperaban que esta tendencia continuara en el cuarto trimestre.

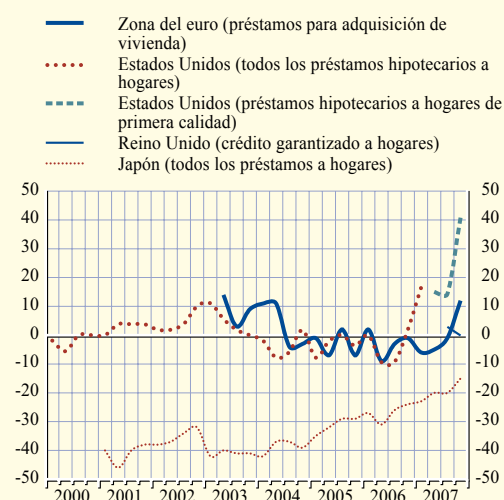
Factores que influyeron en la disponibilidad de préstamos bancarios para empresas en el tercer trimestre del 2007

En cuanto a los motivos de la disminución observada en términos netos en la disponibilidad de préstamos a empresas, se detectan algunos factores comunes en las entidades de Estados Unidos, Reino Unido y la zona del euro, aunque su importancia fue ligeramente dispar. En primer lugar, las entidades participantes en las encuestas indicaron que sus expectativas acerca de la actividad económica habían contribuido considerablemente al endurecimiento neto de los criterios de aprobación en el tercer trimestre, especialmente en Estados Unidos y en la zona del euro. En el Reino Unido, según las entidades participantes en la encuesta, las cambiantes perspectivas económicas tuvieron una moderada contribución a la caída neta de la disponibilidad de crédito, pero se espera que desempeñen un papel bastante más destacado en el cuarto trimestre. Además, las entidades de la zona del euro y del Reino Unido señalaron que sus costes de financiación habían contribuido notablemente al endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas en el tercer trimestre. En cambio, el promedio de las entidades participantes en la encuesta de Estados Unidos no consideró que sus posiciones de capital o de liquidez, actuales o esperadas, fueran un factor que hubiera contribuido considerablemente al endurecimiento de los criterios de concesión. Además, en las tres áreas económicas, el acceso de las entidades a la financiación en los mercados y la menor tolerancia al riesgo se mencionaron como importantes aspectos determinantes del endurecimiento de los criterios de aprobación. A diferencia de los resultados de las otras tres encuestas, en la encuesta de Japón se citaban las expectativas relativas a la actividad económica como un destacado factor que había contribuido a la relajación neta de los criterios de aprobación del crédito.

En las encuestas del Reino Unido y de la zona del euro para el tercer trimestre del 2007 y, en cierta medida, también en la de Estados Unidos, se incorpora información específica sobre dos áreas que han resultado particularmente afectadas por las tensiones registradas en los mercados financieros, concretamente los cambios observados en los mercados de titulización y el impacto sobre los préstamos bancarios de los compromisos de liquidez de las entidades con vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) o con fondos especiales (*conduits*). En cuanto a la titulización, las entidades indicaron que las tensiones en los mercados financieros en el tercer trimestre dificultaron la venta de préstamos, vía titulizaciones fuera de balance o reales, así como la transferencia del riesgo de crédito de los préstamos, vía titulizaciones sintéticas. En Estados Unidos, las entidades participantes en la encuesta informaron de un porcentaje considerablemente inferior de préstamos hipo-

Gráfico B Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos hipotecarios a hogares

(en los tres últimos meses; porcentaje neto de entidades que han contribuido al endurecimiento de los criterios)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Banco de Inglaterra. Nota: Para el Reino Unido, datos disponibles a partir del segundo trimestre del 2007. Los saldos netos porcentuales sobre la disponibilidad de crédito garantizado a hogares en el Reino Unido se han invertido. Para Estados Unidos, la serie relativa a todos los préstamos hipotecarios a hogares se ha interrumpido, a partir de abril del 2007, como consecuencia de la división en hipotecas de primera calidad (*prime*), no tradicionales y de mayor riesgo (*sub-prime*). Para Japón, índice de difusión invertido.

tecarios titulizados en el tercer trimestre. De igual modo, las entidades del Reino Unido señalaron que esperaban que se produjera una reducción considerable del uso de la titulización real y de la titulización sintética en el cuarto trimestre del 2007. A la pregunta acerca del impacto de la menor capacidad para dar de baja de sus balances a los préstamos o para reducir el riesgo de crédito, las entidades del Reino Unido respondieron que a partir de julio del 2007 se había observado un acusado efecto negativo sobre su capacidad para conceder nuevos créditos a las empresas, así como sobre las condiciones de los mismos. Las entidades también esperaban un considerable efecto negativo sobre la capacidad para conceder nuevos préstamos garantizados a los hogares, así como sobre las condiciones aplicables, en el cuarto trimestre. Por lo que se refiere a la zona del euro, según las respuestas a las preguntas ad hoc específicas de la encuesta correspondiente al tercer trimestre, más del 70% de las entidades de la zona participantes señalaron que su acceso a la titulización ya se había visto dificultado en el tercer trimestre y que esperaban una situación similar en el último trimestre del 2007.

Por lo que se refiere al impacto sobre los préstamos bancarios de los compromisos de liquidez de las entidades con vehículos de inversión estructurada o con fondos especiales, las encuestas realizadas en Estados Unidos y en el Reino Unido proporcionan información específica al respecto. En Estados Unidos, a la pregunta acerca de las modificaciones en los criterios de aprobación y en las condiciones para proporcionar líneas de crédito de respaldo para financiar programas de pagarés, las entidades participantes en la encuesta respondieron que se había producido un considerable endurecimiento neto a este respecto en el tercer trimestre. De igual modo, en el Reino Unido, a la pregunta acerca del impacto de posibles compromisos de liquidez con programas de pagarés de titulización o con vehículos de inversión estructurada, las entidades señalaron que se había observado un acusado efecto negativo sobre su capacidad para conceder nuevos créditos al sector empresas, así como sobre las condiciones de concesión, a partir de julio del 2007.

Cambios en las condiciones de concesión de préstamos a empresas en el tercer trimestre del 2007

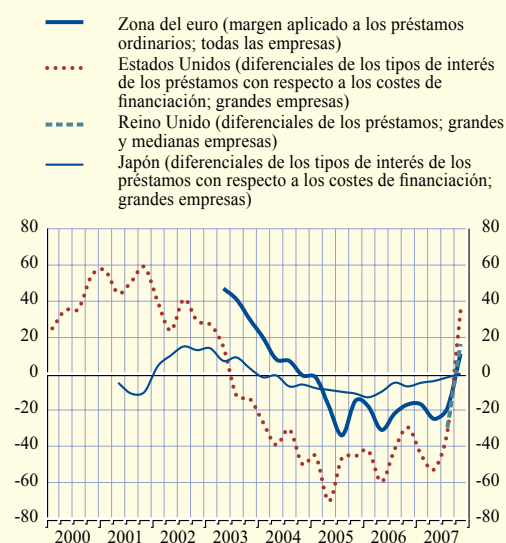
Según las entidades participantes en las encuestas, las tensiones registradas en los mercados financieros han afectado a las condiciones, de precio y otras, establecidas para la concesión de préstamos a empresas en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro en el tercer trimestre. Esto fue consecuencia de la mayor aversión al riesgo de las entidades, en un contexto de aumento de la incertidumbre y, posiblemente, de los riesgos de crédito y de liquidez. En cambio, las condiciones aplicadas a la aprobación de préstamos a empresas en Japón siguieron evolucionando favorablemente.

En lo que respecta a las condiciones relacionadas con el precio, un porcentaje neto significativo de las entidades participantes en la encuesta de Estados Unidos indicaron que se había producido un acusado incremento de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los préstamos y sus costes de financiación, así como de las primas aplicadas a los préstamos de mayor riesgo, especialmente para las grandes y medianas empresas (véase gráfico C). En el Reino Unido, las entidades señalaron un considerable aumento neto de los diferenciales aplicados a los préstamos en el tercer trimestre, mayor para las grandes sociedades privadas no financieras que para las de tamaño medio, y su expectativa de un nuevo incremento en el cuarto trimestre. De igual modo, en el tercer trimestre, las entidades de crédito de la zona del euro incrementaron sustancialmente sus márgenes, tanto los aplicados a los préstamos ordinarios como a los de mayor riesgo. Por lo que se refiere a las entidades japonesas, la ampliación de los diferenciales de los tipos aplicados a los préstamos a empresas con calificación crediticia más baja, con respecto de los costes de financiación, registrada en el tercer trimestre, podría apuntar a cierto aumento de la aversión al riesgo.

Las condiciones no relacionadas con el precio se endurecieron, en general, algo menos que las relativas al precio en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro. En Estados Unidos, en el tercer trimestre se endurecieron considerablemente los compromisos asociados a los contratos de préstamo con respecto al trimestre precedente. En el Reino Unido, la mayor parte de las condiciones no relacionadas con el precio, como las garantías requeridas, la cuantía máxima para las líneas de crédito, o los compromisos asociados a los contratos de préstamo, todavía representaron una contribución positiva o neutral a la disponibilidad de crédito a las sociedades privadas no financieras en el tercer trimestre. Sin embargo, las entidades esperaban que se produzca un acusado deterioro de las condiciones no relacionadas con el precio en el cuarto trimestre. En lo que respecta a la zona del euro, las entidades participantes señalaron que se había registrado un endurecimiento neto general de las condiciones no relacionadas con el precio, como las garantías requeridas, la cuantía de las líneas de crédito, los compromisos asociados a los contratos de préstamo y los gastos excluidos intereses de los préstamos a empresas en el tercer trimestre, tras la relajación neta observada en el trimestre anterior. En cambio, las entidades japonesas continuaron, en general, relajando las condiciones no relacionadas con el precio de los préstamos a empresas en términos netos en el tercer trimestre del 2007.

Gráfico C Cambios en las condiciones relacionadas con el precio de los préstamos a empresas

(en los tres últimos meses; porcentaje neto de entidades que han endurecido sus condiciones)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Banco de Inglaterra. Nota: Para el Reino Unido, datos disponibles a partir del segundo trimestre del 2007. Los saldos netos porcentuales sobre los diferenciales de préstamos a grandes sociedades privadas no financieras en el Reino Unido se han invertido. Para Japón, índice de difusión invertido.

Demanda de préstamos en el tercer trimestre del 2007

En cuanto a la demanda de préstamos por parte de grandes empresas y hogares en el tercer trimestre del 2007, las entidades de Estados Unidos, Reino Unido y la zona del euro señalaron que se había producido una disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las grandes y las medianas empresas y, en cierta medida, de los hogares, mientras que las entidades japonesas indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de empresas y hogares no se había modificado o había aumentado (véase gráfico D).

En Estados Unidos, las entidades señalaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas había continuado debilitándose en el tercer trimestre, aunque algo menos que en el segundo trimestre. Según las entidades participantes en la encuesta, esta evolución tuvo su origen, principalmente, en las menores necesidades de financiación para inversión en capital fijo y para operaciones de fusión y adquisición. En el Reino Unido, las entidades indicaron que se había observado una caída de la demanda de préstamos por parte de las sociedades privadas no financieras, que en el segundo trimestre todavía había aumentado. Los factores que más contribuyeron a la disminución registrada en el tercer trimestre y a la esperada para el cuarto fueron las necesidades de reestructuración de

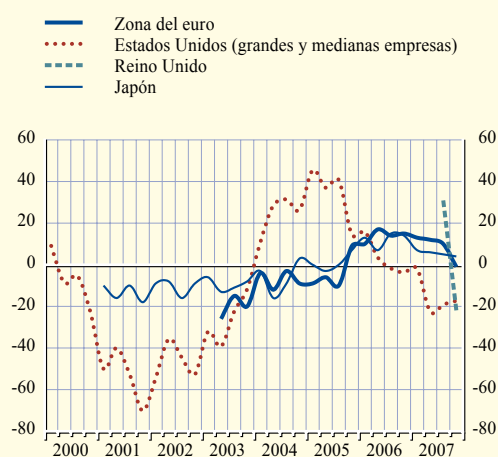
balances y la evolución del sector de bienes inmuebles para uso comercial y, únicamente para el cuarto trimestre, las operaciones de fusión y adquisición. Al igual que las entidades de Estados Unidos y del Reino Unido, las entidades de la zona del euro indicaron que se había observado una disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las grandes empresas relacionada, principalmente, con la caída de las operaciones de fusión y adquisición. En la encuesta de Japón, las entidades participantes señalaron que el aumento de las ventas y de la inversión había constituido una importante contribución a la demanda de préstamos por parte de las empresas y de los hogares para adquisición de vivienda. En cambio, según las entidades, la utilización de otras fuentes de financiación no se había tornado más difícil y, por lo tanto, no había contribuido al incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas.

Conclusiones

La comparación internacional de los resultados de las encuestas sobre préstamos bancarios correspondientes al tercer trimestre del 2007 ha puesto de manifiesto que los criterios de concesión de préstamos bancarios en Estados Unidos, Reino Unido y en la zona del euro parecen haber resultado considerablemente afectados por las tensiones de los mercados financieros y por la revisión de la valoración de los riesgos. No obstante, cabe señalar que el endurecimiento registrado, en términos netos, en los criterios de aprobación del crédito a empresas de todos los tamaños en Estados Unidos y en la zona del euro continúa siendo menos severo que el observado en el 2001 y el 2003, respectivamente, y que, hasta ahora, los préstamos a hogares han resultado afectados en menor medida, en general, en la zona del euro y en el Reino Unido, aunque no en Estados Unidos, país en el que los criterios de concesión de préstamos hipotecarios a los hogares se endurecieron considerablemente en el tercer trimestre, alcanzando el nivel más alto desde que comenzó a realizarse la encuesta en 1990. En cambio, los criterios aplicados al crédito en Japón apenas parecen haber sido afectados por las turbulencias.

Gráfico D Cambios en la demanda de préstamos por parte de las grandes empresas

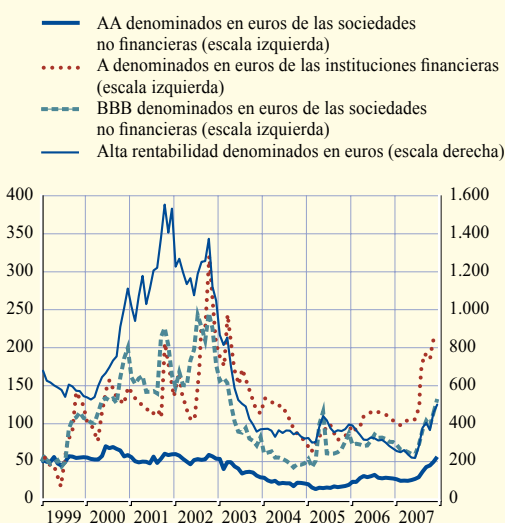
(en los tres últimos meses; porcentaje neto de entidades que han indicado una contribución positiva a la demanda)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Banco de Inglaterra. Nota: Para el Reino Unido, datos disponibles a partir del segundo trimestre del 2007. Saldos netos porcentuales relativos a grandes sociedades privadas no financieras en el Reino Unido. Para Japón, índice de difusión para grandes empresas de todos los sectores.

Gráfico 28 Diferenciales de los valores de renta fija privada

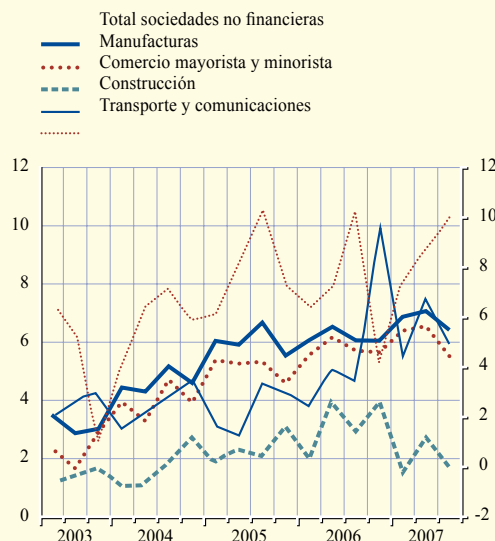
(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Gráfico 29 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizadas

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



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Adoptando una perspectiva a un plazo algo más largo, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo de los préstamos bancarios y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario aplicable a los préstamos (tanto de menor como de mayor cuantía) concedidos a las sociedades no financieras registró su nivel más bajo desde el comienzo en el 2003 de las series de tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM. Los diferenciales entre los tipos de interés a más largo plazo de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública comparable se mantuvieron ligeramente por debajo de los valores medios respectivos registrados para los préstamos de menor cuantía desde el 2003, mientras que, en el tercer trimestre del 2007, los diferenciales de los tipos de interés a más largo plazo de los préstamos bancarios de gran cuantía alcanzaron niveles por encima de las medias registradas desde el 2003.

En cuanto a la evolución de la financiación mediante valores de renta fija, el coste real de la financiación mediante este tipo de valores también aumentó significativamente en el tercer trimestre del 2007, en unos 20 puntos básicos desde junio hasta septiembre. En el contexto de la disminución de los rendimientos de la deuda pública, la subida del coste real de la financiación mediante valores de renta fija generó una ampliación notable de los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras entre junio y septiembre, que fue reflejo de la reevaluación de los riesgos en un entorno de tensiones en los mercados financieros (véase gráfico 28). Al mismo tiempo, el aumento del diferencial de los valores de renta fija privada en el mismo período fue más limitado en el caso de las sociedades no financieras que en el de las instituciones financieras, especialmente cuando se comparan los valores de renta fija de sociedades no financieras con una calificación crediticia más baja con los valores de instituciones financieras. En noviembre, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo, en líneas generales, en el nivel registrado en septiembre.

El coste real de las acciones cotizadas de las sociedades no financieras sólo experimentó un ligero aumento en el tercer trimestre del 2007. Por consiguiente, aunque la brecha entre el coste real de las acciones cotizadas y el coste real de la financiación mediante deuda continuó siendo significativa, siguió estrechándose hasta registrar el nivel más bajo observado desde el primer trimestre del 2002. Al mismo tiempo, a raíz de la evolución del mercado bursátil, el coste real de las acciones cotizadas se elevó considerablemente en noviembre, tras la caída sufrida en octubre.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

De acuerdo con los datos individuales agregados de los estados financieros de las empresas, la rentabilidad de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro —medida en términos del resultado neto en relación con las ventas— disminuyó ligeramente en el tercer trimestre del 2007, aunque se mantuvo en niveles elevados (véase gráfico 29). Parece que este descenso se debió, principalmente, al aumento de la carga de intereses de las sociedades no financieras, derivado tanto del incremento de la deuda como de los tipos de interés, aunque la relación entre los gastos de explotación y las ventas siguió disminuyendo. Al contrario que la relación entre el resultado neto y las ventas, la relación entre el resultado de explotación y las ventas de las sociedades no financieras continuó su tendencia al alza en el tercer trimestre del 2007. En cuanto a la evolución por sectores, la relación entre el resultado neto y las ventas de las sociedades no financieras cotizadas descendió en el tercer trimestre en la mayoría de los sectores de la economía. Sin embargo, la evolución por sectores de la relación entre el resultado de explotación y las ventas fue bastante variopinta. Parece probable que el empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda haya tenido un efecto negativo en la rentabilidad del sector de la construcción.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual					
	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Oct
Préstamos de IFM	12,8	13,1	12,6	13,3	14,0	13,9
Hasta un año	10,3	9,7	9,9	11,1	13,0	11,8
De uno a cinco años	20,4	20,8	18,7	20,1	19,9	20,7
Más de cinco años	11,6	12,5	12,1	12,2	12,4	12,7
Valores distintos de acciones	3,9	5,4	5,7	8,2	8,3	-
A corto plazo	-3,3	3,7	7,9	18,5	21,2	-
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	5,3	5,7	5,3	6,3	5,9	-
A tipo fijo	1,0	2,2	3,2	3,9	3,9	-
A tipo variable	28,5	25,6	20,5	19,7	18,6	-
Acciones cotizadas	1,0	0,8	0,9	1,3	1,3	-
Pro memoria²⁾						
Total financiación	6,3	6,0	6,2	6,2	6,6	-
Préstamos a sociedades no financieras	9,8	10,2	10,3	10,3	10,3	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	4,4	4,4	4,6	3,9	3,5	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

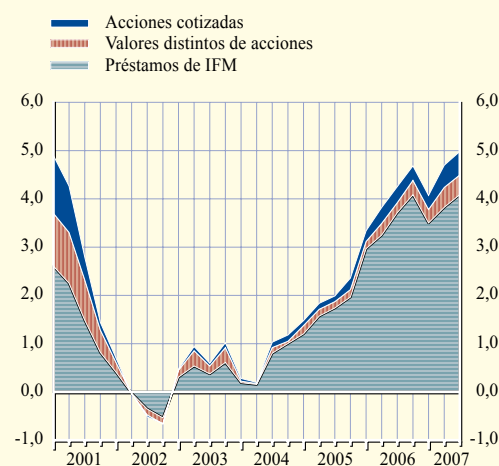
Las medidas de la rentabilidad basadas en los mercados bursátiles han mostrado, igualmente, cierta moderación desde principios del tercer trimestre del 2007 (véase gráfico 26 de la sección 2.5). Al mismo tiempo, la rentabilidad empresarial se mantuvo en niveles sólidos, en general, hasta noviembre del 2007. Esta moderación puede ser reflejo de las preocupaciones de los mercados, no sólo en relación con la intensificación de los riesgos de ralentización del crecimiento económico como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros, de la desaceleración económica en Estados Unidos, y de sus posibles repercusiones sobre el crecimiento económico mundial, sino también en relación con la subida de los precios de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio del euro. El crecimiento efectivo de los beneficios por acción de las empresas se mantuvo constante, en líneas generales, en el tercer trimestre del 2007, aunque posteriormente se moderó ligeramente. Los beneficios por acción esperados de las empresas a un año y a más largo plazo ya se habían reducido levemente durante el tercer trimestre, pero se estabilizaron a partir de entonces.

A pesar de la situación favorable general de la rentabilidad empresarial, las sociedades no financieras incrementaron de nuevo su financiación externa en el tercer trimestre, con el fin de financiar su formación de capital y su inversión financiera. La tasa de crecimiento interanual real de la financiación de las sociedades no financieras (incluidos préstamos concedidos por las IFM, valores distintos de acciones y acciones cotizadas) aumentó hasta el 5%, desde el 4,7% del segundo trimestre (véase gráfico 30). En concreto, la contribución de la financiación mediante préstamos (el componente principal) siguió creciendo. Mientras que la contribución de la financiación mediante valores distintos de acciones no varió en el tercer trimestre, la emisión de acciones cotizadas se recuperó en cierto modo con respecto al segundo trimestre, aunque se mantuvo en niveles moderados desde una perspectiva a más largo plazo. Bajo un prisma más amplio, si se incluyen también, en concreto, las acciones no cotizadas, las reservas de los fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de pago, la tasa de crecimiento interanual de la financiación de las sociedades no financieras se situó en el 5,1% en el segundo trimestre del 2007, frente al 4,9% del primer trimestre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras permaneció en un nivel elevado, situándose en el 13,9% en octubre, casi sin variación con respecto a septiembre, pero ligeramente por debajo del máximo del 14,2% registrado en agosto (véase cuadro 5). Las tasas de crecimiento de septiembre y octubre se colocaron por encima del máximo anterior (del 12%) observado en el tercer trimestre del 2000, cuando el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras fue especialmente acusado en un entorno de intensa actividad de fusiones y adquisiciones, y fueron similares al máximo (del 14%) registrado en el primer trimestre de 1990. Por consiguiente, de acuerdo con cifras objetivas, hasta el tercer trimestre del 2007 no hubo señales de un descenso en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras tras las tensiones en los mercados financieros. Esto contrasta con los indicios de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

octubre del 2007, que apuntaban a un endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito, especialmente en el caso de los préstamos a grandes empresas, y a una reducción de la demanda neta de préstamos. Existen distintas posibilidades para explicar por qué el crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM mantuvo su vigor en el tercer trimestre. Las dificultades para vender préstamos en el mercado secundario de préstamos tras las tensiones en los mercados financieros y, posiblemente, el ligero descenso en las operaciones de titulización pueden haberse traducido en una prolongación de los préstamos o en la disposición de las líneas de crédito, incrementando así la demanda de préstamos, dado que las entidades de crédito podrían no haber sido capaces de dar de baja dichos préstamos de sus balances. Al mismo tiempo, sin embargo, la información disponible sobre las operaciones de titulización indica que las entidades de crédito han podido continuar, en general, con sus programas de titulización, aunque a un ritmo algo más lento.

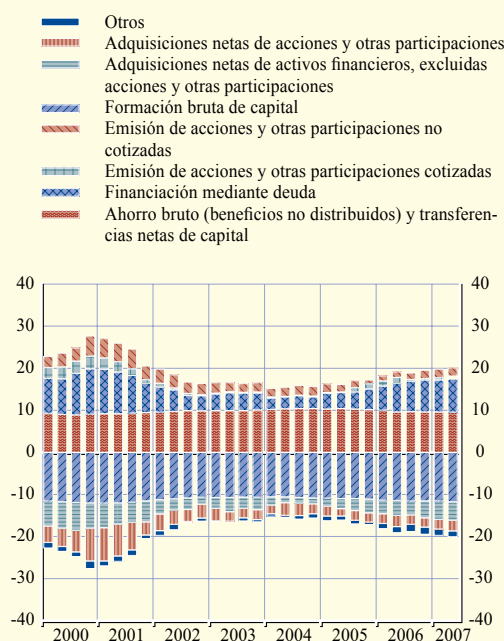
Mientras que el crecimiento de los préstamos continuó siendo particularmente acusado, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó entre julio y septiembre, hasta situarse en el 8,3%. Esta reducción también tuvo su reflejo en una caída de la tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada. Tanto la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo, aunque partía de un nivel alto, como la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo descendieron en este período, hasta el 21,2% y el 5,9%, respectivamente, en septiembre. Ello puede deberse al aumento de los diferenciales de los valores de renta fija privada. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias también disminuyó algo en el tercer trimestre, pero se mantuvo en un nivel elevado, del 27,6%, en septiembre. En cambio, a diferencia de la situación con respecto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada del total de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias varió poco. Al mismo tiempo, sin embargo, la tasa de variación de tres meses anualizada desestacionalizada de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por este sector fue altamente negativa entre junio y agosto. La reducción de las emisiones netas se debe, probablemente, a las tensiones en los mercados financieros, que han dificultado la emisión de valores, en particular en el segmento de los valores distintos de acciones a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se situó en el 1,3% en el tercer trimestre del 2007, manteniéndose sin variación con respecto al segundo trimestre, aunque se redujo ligeramente en agosto y septiembre en comparación con julio. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fueron negativas en agosto y septiembre, debido a que el nivel de las emisiones brutas fue relativamente bajo y a que las amortizaciones fueron considerables, lo cual indica, posiblemente, que se produjeron operaciones de recompra de acciones. En contraposición de la emisión bastante escasa de acciones cotizadas, la tasa de crecimiento interanual de acciones no cotizadas emitidas por sociedades no financieras de la zona del euro se situó en el 2,4% en el segundo trimestre, de acuerdo con información basada en las cuentas de la zona del euro hasta el segundo trimestre del 2007. Dado que el saldo vivo también es más elevado que el de las acciones cotizadas, las acciones no cotizadas contribuyeron en mayor medida a la financiación externa de las sociedades no financieras.

La vigorosa evolución de la rentabilidad en los últimos años y, considerada en términos de financiación externa, la considerable demanda de financiación mediante deuda fueron utilizadas por las sociedades no financieras principalmente para la formación bruta de capital y para la inversión financiera (véase gráfico 31). La formación de capital y la inversión financiera fueron aumentando en relación con el PIB desde el 2004 hasta el primer semestre del 2007. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en relación con los factores que contribuyen a la demanda de préstamos por parte de las sociedades

Gráfico 31 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

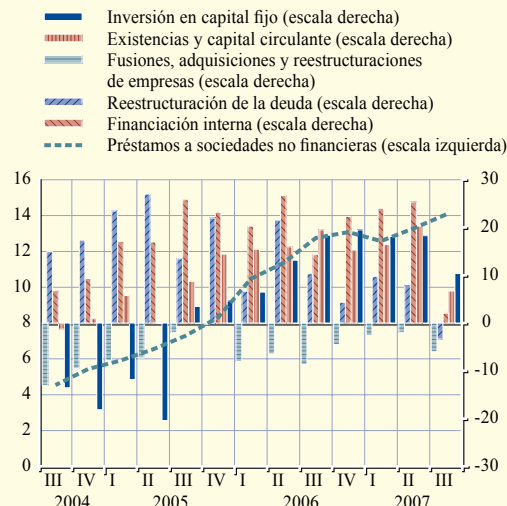
(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.
Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes.

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

(tasa de variación interanual; en porcentaje neto)



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

no financieras confirman que los recursos de este tipo de sociedades se destinaron principalmente a estos usos hasta el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 32). En concreto, las fusiones y adquisiciones y las reestructuraciones de empresas se citaron como factores importantes que contribuyeron a la demanda de préstamos por parte de las empresas hasta el segundo trimestre del 2007. Sin embargo, los resultados de la encuesta correspondiente al tercer trimestre del 2007 muestran una caída drástica en la contribución de las fusiones y adquisiciones y las reestructuraciones de empresas a la demanda de préstamos por parte de las empresas, la cual, probablemente, está relacionada con los efectos de las recientes turbulencias financieras.

POSICIÓN FINANCIERA

La considerable demanda de financiación mediante deuda por parte de las sociedades no financieras se ha traducido en un nuevo aumento de la deuda en relación con el PIB y de la deuda en relación con los excedentes brutos de explotación de este sector en el tercer trimestre del 2007, que se situaron en el 76% y en alrededor del 380%, respectivamente (véase gráfico 33)⁸. Como consecuencia del incremento de la deuda, y de la subida de los tipos de interés, la carga de intereses de las sociedades no financieras au-

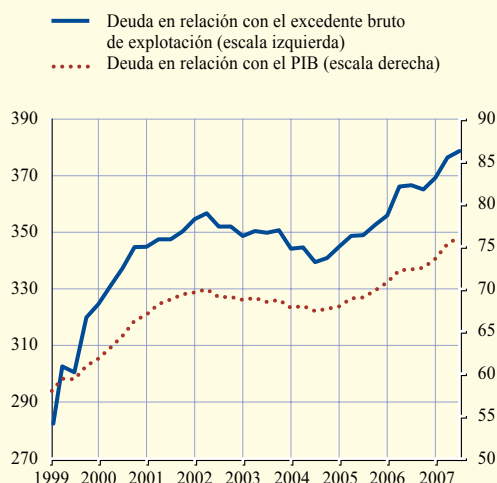
⁸ Las cifras de deuda han sido revisadas ligeramente al alza tras la inclusión en la definición de deuda de los préstamos concedidos por el sector público y por no residentes en la zona del euro a las sociedades no financieras. Las cifras trimestrales sobre préstamos concedidos por el sector público, las sociedades no financieras y los no residentes a las sociedades no financieras se han obtenido a partir de la publicación de las cuentas trimestrales no consolidadas de la zona del euro. La estimación de los préstamos entre sociedades no financieras de la zona del euro se ha excluido de la definición de deuda, dado que dichos préstamos se conceden principalmente entre empresas relacionadas por vínculos de capital.

mentó desde el 2006. A diferencia de las ratios de deuda sobre beneficios, la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras se mantuvo estable en el primer semestre del 2007, tras haber experimentado una tendencia a la baja desde el primer trimestre del 2003. Esta disminución fue reflejo del considerable ascenso de la inversión financiera por parte de las sociedades no financieras en este período.

En general, la elevada tasa sostenida de crecimiento de la financiación mediante préstamos de las sociedades no financieras parece indicar que este tipo de sociedades todavía tienen un acceso relativamente fácil a la financiación externa. Al mismo tiempo, los resultados sobre el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito en el caso de las empresas y el nuevo incremento del coste de la financiación externa de las sociedades no financieras en el tercer trimestre de 2007 indican un cierto deterioro de las condiciones de financiación para este tipo de sociedades en la zona del euro. En lo que respecta a su posición financiera global, las ratios de deuda sobre beneficios siguieron aumentando en el tercer trimestre, aunque la rentabilidad se mantuvo en niveles elevados, a pesar haber experimentado cierta moderación recientemente.

Gráfico 33 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales de la zona del euro, e incluyen préstamos (excluidos los concedidos por una sociedad no financiera de la zona del euro a otra), valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. El último trimestre disponible es una estimación.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de los préstamos a hogares volvieron a endurecerse levemente en el tercer trimestre. Parece que este endurecimiento estuvo determinado, principalmente, por factores distintos de los tipos de interés, si bien los tipos aplicados por las IFM a los préstamos aumentaron sólo de forma ligera. Aparentemente, el impacto de las turbulencias financieras de los últimos meses sobre los tipos de interés de los préstamos de las IFM a los hogares ha sido limitado, hasta el momento, y los flujos de este tipo de préstamos en los últimos meses no señalan ningún efecto moderador apreciable. El endeudamiento de los hogares se estabilizó en octubre, tras haberse reducido nuevamente en el tercer trimestre. En consecuencia, el aumento del saldo de deuda de este sector descendió ligeramente en el tercer trimestre del 2007.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007⁹ apuntan a un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación en el tercer trimestre del 2007, aunque a niveles que todavía son favorables, en términos históricos.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda volvieron a registrar un ascenso en el tercer trimestre, con subidas de entre 15 y 24 puntos básicos, en comparación con la media del

⁹ Véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2007», en el Boletín Mensual de octubre del 2007.

segundo trimestre, dependiendo del período inicial de fijación del tipo de interés (véase gráfico 34). Los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación corto experimentaron un aumento más acusado que los tipos de los préstamos con un período inicial de fijación largo. En consecuencia, la estructura temporal invertida de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda se volvió más pronunciada. En septiembre, la diferencia entre el tipo de interés de los préstamos con período inicial de fijación hasta un año y el de los préstamos con período inicial de fijación de más de diez años era de 24 puntos básicos.

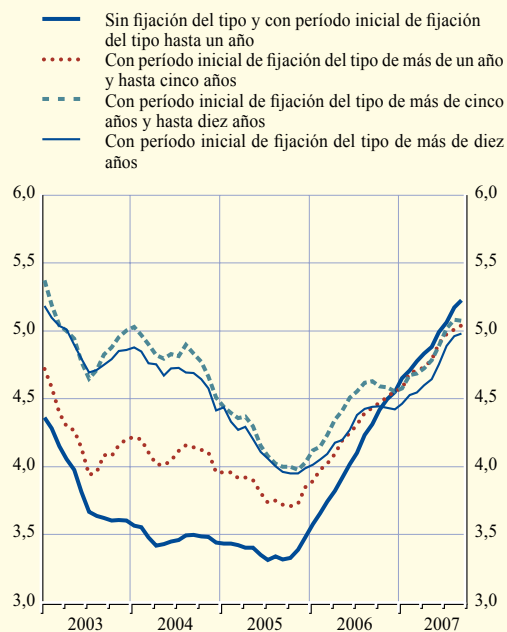
En lo que respecta a los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo, el panorama fue similar, dado que los aumentos observados en el tercer trimestre en los tipos a corto plazo de los préstamos fueron, en promedio, más acusados que los registrados en el caso de los préstamos con un período inicial de fijación del tipo más largo. En concreto, el tipo de interés del crédito al consumo con período inicial de fijación hasta un año se incrementó en 34 puntos básicos, en comparación con la media del segundo trimestre, mientras que el tipo de interés aplicado a los préstamos con período inicial de fijación de más de diez años sólo subió 6 puntos básicos. En septiembre, la estructura temporal de los tipos de interés aplicados al crédito al consumo también estaba invertida, siendo de 10 puntos básicos el diferencial entre el tipo que se aplica a los créditos con período inicial de fijación hasta un año y el correspondiente a los préstamos con período inicial de fijación de más de cinco años.

Los diferenciales entre los tipos aplicados por las IFM a los préstamos y créditos y los tipos de interés de mercado a plazos similares se ampliaron ligeramente en el tercer trimestre del 2007, en comparación con el segundo trimestre. En el caso de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda, el aumento del diferencial se acentuó debido a la disminución del rendimiento de la deuda pública a dos años. El diferencial del tipo de interés aplicado al crédito al consumo también se incrementó levemente, dado que la media del tipo aplicado al crédito al consumo experimentó una subida algo más acusada que el tipo a doce meses del mercado monetario.

Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007 señalaron, en general, un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, tras la relajación neta observada en trimestres anteriores. Las entidades encuestadas indicaron que el endurecimiento estuvo determinado, en general, por factores distintos de los tipos de interés, como el ajuste de la relación entre el principal y el valor de la garantía, y mayores exigencias de garantías. Esto sería coherente con los nuevos aumentos, que fueron sólo

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

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

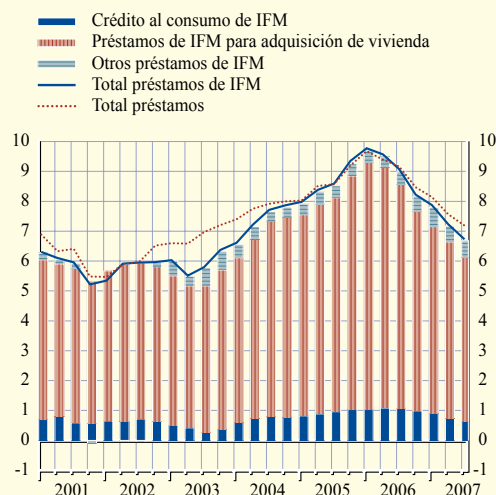


Fuente: BCE.

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

Gráfico 35 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

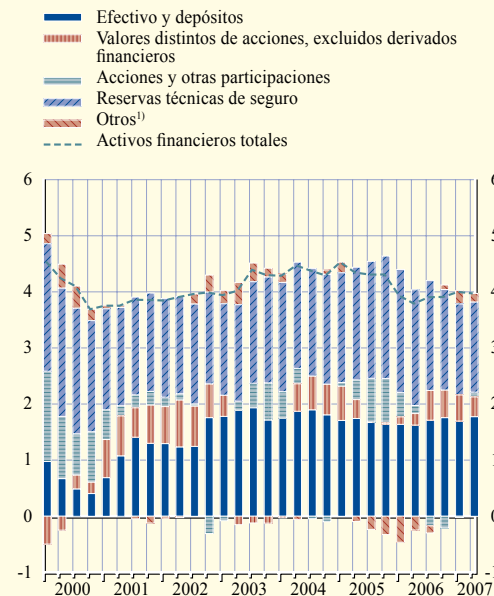


Fuente: BCE.

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

Gráfico 36 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

moderados, observados en los tipos de los préstamos y créditos de las IFM en el tercer trimestre. En lo que respecta al crédito al consumo, el porcentaje de entidades encuestadas que señalaron una relajación de los criterios de aprobación del crédito no varió prácticamente con respecto al trimestre anterior.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo hasta el 7,6% en el segundo trimestre del 2007 (el período más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro), desde el 8,1% del primer trimestre (véase gráfico 35). Esta moderación adicional fue consecuencia, principalmente, de la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares por parte de las instituciones financieras no monetarias continuó siendo superior a la de los préstamos otorgados por las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares se situó en el 6,8% en octubre, habiendo alcanzado una media del 7% en el tercer trimestre y del 7,5% en el segundo trimestre. Esta evolución se debió a la menor contribución de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo. En términos intermensuales, esta moderación es, hasta cierto punto, menos sostenida de lo que sugieren las medias trimestrales. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares, que fue del 7,9% en octubre, no registró variación con respecto a septiembre. En general, los datos de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares en los últimos meses no indican que la evolución reciente de los mercados financieros tenga un efecto moderador apreciable.

El descenso paulatino observado en los últimos trimestres en la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda (que se situó en el 7,9% en octubre, tras alcanzar niveles del 8,1% en el tercer trimestre y del 8,6% en el segundo trimestre) está relacionado con la ralentización de la evolución del mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro, así como con el impacto de las subidas de los tipos de interés hipotecarios en la zona. Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007 indicaron que las perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores eran factores que habían contribuido a moderar la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se situó en el 5,5% en octubre, tras alcanzar niveles del 5,7% en el tercer trimestre y del 6,5% en el segundo trimestre. La desaceleración del crecimiento del crédito al consumo parece estar, en general, en consonancia con el descenso del crecimiento de las ventas al por menor de productos no alimentarios registrado en los últimos trimestres y con la disminución de la confianza de los consumidores observada en el tercer trimestre. La encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2007 mostró una ligera reducción del porcentaje de entidades de crédito que señalaron un aumento de la demanda del crédito al consumo y de otros préstamos.

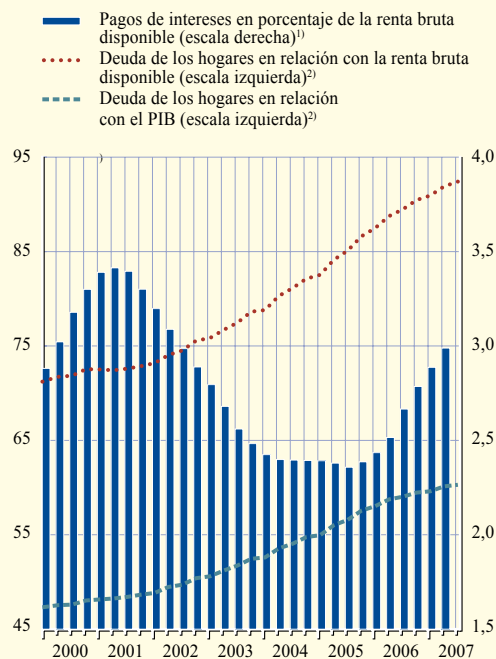
Del lado del activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total se mantuvo sin variación, en el 4%, en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 36). La contribución de la inversión en efectivo y depósitos aumentó ligeramente, y la aportación de la inversión en acciones y otras participaciones, que había sido negativa en trimestres anteriores, volvió a ser positiva. Esta evolución fue contrarrestada por la menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones y en otros activos financieros, mientras que la aportación de las reservas técnicas de seguro permaneció estable, en líneas generales. La inversión en efectivo y depósitos y la inversión en productos de seguro y de pensiones —dos clases de activos en lados opuestos de la curva de rendimientos, pero que se consideran inversiones relativamente seguras— continuaron siendo las que más impulsaron el crecimiento de la inversión del sector hogares en su conjunto.

POSICIÓN FINANCIERA

Dado que el endeudamiento neto de los hogares experimentó una moderación, el aumento de la deuda de los hogares en relación con la renta bruta fue ligeramente inferior en el tercer trimestre que en la generalidad de los trimestres anteriores (véase gráfico 37). La ratio de deuda respecto a la renta volvió

Gráfico 37 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. Los pagos de intereses no incluyen todos los costes financieros de los hogares, ya que excluyen las comisiones por servicios financieros.

1) No se dispone de datos del tercer trimestre del 2007.

2) Los datos del último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

a incrementarse levemente, situándose justo por encima del 92%, mientras que la deuda en relación con el PIB subió de nuevo, de forma marginal, hasta alcanzar una cota ligeramente superior al 60%. El saldo de deuda de los hogares de la zona del euro sigue siendo relativamente moderado en términos internacionales, particularmente si se compara con Estados Unidos o el Reino Unido. La carga de intereses (medida en porcentaje de la renta disponible) volvió a aumentar en el segundo trimestre del 2007 (el período más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro) y se situó en el 3%, aunque se mantiene por debajo del máximo alcanzado en el 2001.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que, en noviembre del 2007, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha alcanzado el 3%, desde el 2,6% de octubre y el 2,1% de septiembre. Esta evolución había sido ampliamente anticipada y fue consecuencia, fundamentalmente, de los aumentos de los precios de la energía y de los alimentos en los mercados internacionales, a lo que se añadió el impacto alcista de la tasa de inflación interanual de los precios de la energía del año anterior. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se situó en el 2,1% en octubre, frente al 2% de septiembre y agosto. Persisten elevadas presiones sobre los precios, a lo largo de la cadena de producción, y sobre los costes de los bienes intermedios, especialmente en los servicios. En general, se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% en los próximos meses, y que se modere de forma gradual en el transcurso del 2008, siempre que los precios de la energía y de los alimentos se estabilicen en los mercados internacionales, tal y como están actualmente incorporados a los precios de los futuros. Las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema sitúan la inflación interanual medida por el IAPC entre el 2% y el 3% en el 2008 y entre el 1,2% y el 2,4% en el 2009. Se ha confirmado plenamente que los riesgos para estas perspectivas apuntan al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, y de aumentos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Asimismo, considerando la existencia de restricciones de la capacidad productiva, el vigoroso crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, es posible un crecimiento de los salarios más dinámico de lo esperado. Además, no puede descartarse un aumento de la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE NOVIEMBRE DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC alcanzó el 3% en noviembre del 2007 (véase cuadro 6). Aunque no se dispondrá del detalle del IAPC hasta mediados de diciembre, los datos nacionales disponibles sugieren que los principales componentes que determinaron el aumento de la inflación fueron la energía y, en una medida algo menor, los alimentos.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2007 Jun	2007 Jul	2007 Ago	2007 Sep	2007 Oct	2007 Nov
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,0
Energía	10,1	7,7	0,9	0,0	-0,9	3,0	5,5	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	3,0	2,8	2,4	2,1	3,1	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,0	1,9	2,5	3,1	3,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	.
Servicios	2,3	2,0	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	2,3	1,8	1,8	2,7	3,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	52,9	52,6	55,2	52,4	55,2	57,7	62,8
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	14,2	7,8	5,4	6,9	3,5	-0,1

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

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

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA OCTUBRE DEL 2007

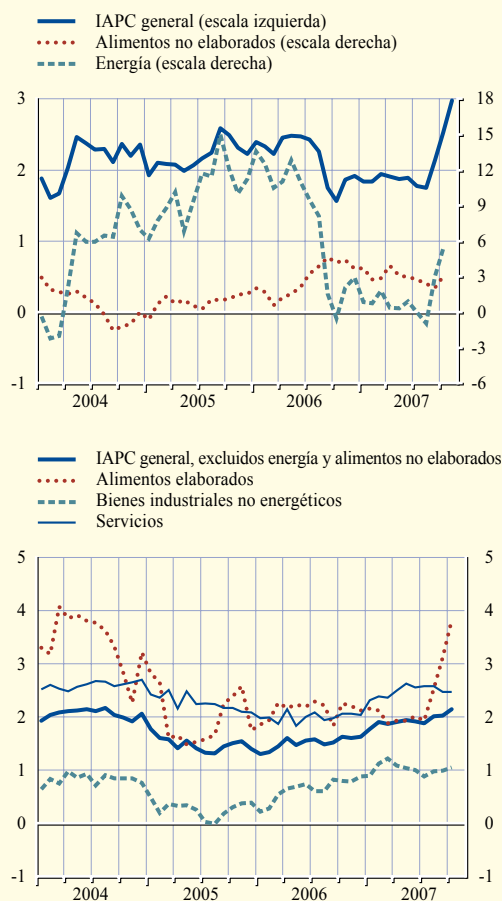
El aumento estimado de la inflación medida por el IAPC general observado en noviembre fue el tercer fuerte incremento consecutivo, que elevó notablemente las tasas de variación interanual en términos históricos, con respecto a la media del 1,9% registrada en los tres primeros trimestres del 2007 (véase gráfico 38). Estos aumentos fueron resultado de las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos que se produjeron recientemente y del esperado impacto al alza sobre la tasa de inflación interanual derivado del descenso de los precios de la energía del año pasado.

En octubre del 2007, la inflación medida por el IAPC general se elevó de forma significativa, hasta el 2,6%, desde el 2,1% de septiembre, como consecuencia de los precios de la energía y de los alimentos. La importante contribución del componente energético puede atribuirse, en parte, a un incremento intermensual, reflejo de la transmisión de las recientes subidas de los precios del petróleo en los mercados internacionales, y también de un efecto de base derivado del descenso de los precios de la energía en el mismo mes de un año antes. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó también sensiblemente en octubre, como resultado, principalmente, de la volatilidad de los precios de las hortalizas.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, ascendió de forma constante en el mismo período, desde el 2% de septiembre, hasta 2,1% de octubre, frente al 1,9% registrado en el primer semestre del año. El aumento observado en octubre se debió, casi enteramente, a una nueva marcada elevación de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, especialmente de los productos lácteos y de los cereales, que puede explicarse por las presiones de los precios de los productos agrícolas en los mercados internacionales, tema que se analiza con más detalle en el recuadro 4 titulado «Precios de los alimentos en la zona del euro: evolución reciente y perspectivas». Entre los demás componentes del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó al 1,1% en octubre, mientras que la de los servicios se mantuvo sin cambios en el 2,5%. Los dos componentes menos volátiles del IAPC experimentaron una evolución más moderada en el período de seis meses transcurrido hasta octubre del 2007, aunque registraron tasas superiores a su media del 2006, reflejo, en parte, del impacto del fuerte incremento del IVA llevado a cabo en Alemania en enero.

Gráfico 38 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 4

PRECIOS DE LOS ALIMENTOS EN LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

En los últimos meses, los precios de varios productos agrícolas, como los cereales y las semillas oleaginosas, han aumentado de forma significativa en los mercados internacionales¹. En parte, estas subidas son reflejo de factores transitorios (como las condiciones meteorológicas adversas observadas en algunos importantes países exportadores de productos agrícolas) que afectan al suministro mundial de esta clase de productos. La escalada de los precios de los alimentos en los mercados internacionales ha sido impulsada también por el fuerte incremento de la demanda mundial de productos alimentarios, como consecuencia de cambios en los patrones de consumo de alimentos en numerosas economías emergentes y de la aparición de nuevas fuentes de demanda de algunos productos agrícolas, como los biocombustibles. Dado que se trata de cambios estructurales, es probable que su impacto alcista sobre los precios internacionales de los alimentos se mantenga en el futuro.

La subida de los precios de los alimentos en los mercados internacionales ha provocado ya un notable incremento de estos precios en la zona del euro, en términos tanto de precios de producción como de consumo. Los precios de producción de los alimentos y bebidas se elevaron un 7,5%, en tasa interanual, en octubre, frente al 2,2% observado, en promedio, en el 2006. En cuanto a los precios de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados del IAPC, excluido el tabaco, ascendió al 4% en octubre, desde el 1,6% registrado en el 2006 (véase cuadro A). Por el contrario, hasta el momento parece que los precios de los alimentos no elaborados, que son tradicionalmente más erráticos, se han visto menos afectados por la evolución reciente de los precios mundiales de los alimentos.

El impacto de los precios internacionales de los alimentos sobre los precios de consumo en la zona del euro se desprende también claramente del detalle de los precios por productos y categorías. Por ejemplo, en el componente de alimentos elaborados del IAPC, los precios de los subcomponentes

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.

Cuadro A Componentes de los alimentos elaborados y no elaborados del IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Ponderaciones en el IAPC (%)		2004	2005	2006	2007					
	2007										
		May				Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	
Alimentos	19,6	2,3	1,6	2,4	2,4	2,4	2,3	2,5	2,7	3,5	
Alimentos no elaborados	7,6	0,6	0,8	2,8	3,1	3,0	2,8	2,4	2,1	3,1	
Carne	3,8	1,5	1,3	2,4	2,9	2,5	2,1	2,1	2,2	2,7	
Pescado	1,2	0,8	1,6	3,7	3,0	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2	
Fruta	1,2	0,7	-0,5	1,0	2,2	5,6	3,3	4,2	4,6	5,1	
Verduras	1,5	-1,7	0,1	4,3	4,0	2,2	3,9	1,8	-0,3	3,3	
Alimentos elaborados, excluido el tabaco	9,4	1,3	0,5	1,6	1,1	1,3	1,3	1,8	2,6	4,0	
Pan y cereales	2,5	2,2	0,8	1,4	2,4	2,4	2,5	2,8	3,8	5,4	
Leche, queso y huevos	2,1	0,8	-0,1	0,6	0,7	1,1	1,3	2,2	3,9	7,6	
Aceite y grasas	0,6	3,9	2,2	9,9	-5,1	-5,4	-5,2	-1,2	0,0	1,2	
Azúcar, mermelada, miel, chocolate y productos de confitería	1,0	1,6	0,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,1	1,5	
Productos alimentarios no clasificados en otro lugar	0,4	0,5	0,0	0,9	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	
Tabaco	2,5	12,2	7,8	3,9	4,9	4,8	4,3	5,2	5,2	3,1	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El agregado de alimentos elaborados incluye también aguas minerales, refrescos, zumos de fruta y verduras, licores, vino y cerveza, que no figuran en este cuadro.

Cuadro B Alimentos elaborados del IAPC, excluido el tabaco, en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2004	2005	2006	2007	
				May	Oct
Bélgica	1,6	2,0	1,9	3,2	5,0
Alemania	0,3	0,2	1,0	1,6	5,2
Irlanda	0,5	0,0	0,2	0,1	3,7
Grecia	4,7	3,2	4,7	0,9	3,7
España	3,9	2,8	4,4	0,9	6,8
Francia	1,3	-0,6	0,7	0,1	1,3
Italia	2,2	0,6	1,9	1,8	3,5
Luxemburgo	2,0	1,7	1,8	1,8	4,0
Países Bajos	-3,7	-1,8	0,2	0,3	2,8
Austria	2,3	0,8	1,5	2,5	6,5
Portugal	2,4	-0,8	1,7	0,5	3,8
Eslovenia	0,8	-1,3	1,4	2,6	11,2
Finlandia	-4,0	-0,8	0,9	0,5	1,1
Zona del euro	1,3	0,5	1,6	1,1	4,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de pan y cereales y de leche, queso y huevos se disparó en octubre (véase cuadro A). Estas partidas tienen una ponderación agregada de cerca de la mitad del componente total de alimentos elaborados, excluido el tabaco. Algunos casos de los que se tiene conocimiento parecen indicar que las recientes subidas de los precios de los productos lácteos pueden reflejar también condiciones específicas de algunos países europeos en la formación de los precios de la leche, además de aumentos de precios de los piensos en los mercados internacionales y de otros costes de los bienes intermedios.

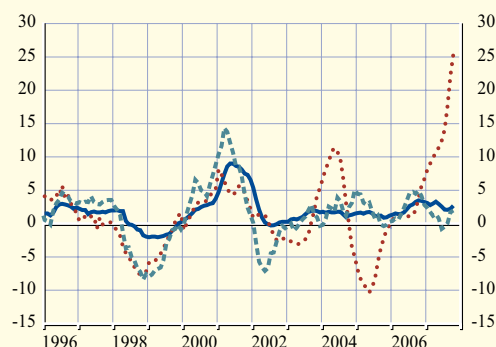
Aunque los precios de producción y de consumo de los alimentos se han elevado en los últimos meses en todos los países de la zona del euro, la medida en que la perturbación de los precios de los alimentos en los mercados internacionales se ha transmitido a cada uno de los países de la zona ha variado de forma significativa. Por ejemplo, en octubre la tasa de variación interanual de los alimentos elaborados del IAPC, excluido el tabaco, se situó en Eslovenia ligeramente por encima del 11%, el nivel más alto alcanzado en la zona del euro. En el mismo mes, la tasa de variación interanual de este componente experimentó también fuertes subidas, entre el 5% y el 7%, en Bélgica, Alemania, España y Austria (véase cuadro B). En cambio, la inflación en los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, se mantuvo muy por debajo de la media de la zona del euro en Francia y Finlandia.

Este comportamiento dispar de los precios de los alimentos en los distintos países se explica por varios factores. Los mercados minoristas de alimentos están tradicionalmente segmentados entre los países. A este respecto, las diferencias que presentan las estructuras de mercado y las condiciones de competitividad de los sectores minoristas y de distribución pueden estar en el origen de la distinta reacción de los márgenes de los minoristas, según el país, ante una perturbación externa común, lo que explicaría gran parte de la disparidad de la inflación en los precios de consumo de los alimentos observada entre los diversos países. En países en los que los precios de los alimentos han registrado alzas relativamente moderadas, parece que, en un contexto de intensa competencia entre minoristas, los márgenes pueden haber actuado como amortiguadores de los pronunciados aumentos de los precios internacionales de los alimentos. Por otra parte, si los minoristas tienen la percepción de que la situación económica subyacente de un determinado país muestra señales de debilidad, pueden ser reacios a trasladar completamente fuertes subidas de los precios de los alimentos. Además, la existencia de unos períodos

Gráfico A Precios de los piensos y de la carne en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

— Carne en el IAPC
 Precios de producción de los piensos
 - - - - - Precios de producción de los productos cárnicos

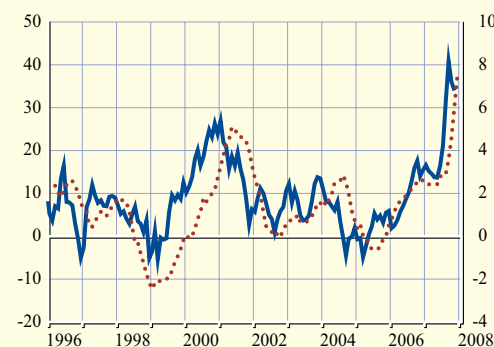


Fuente: Eurostat.

Gráfico B Expectativas de precios de venta y precios de producción de los alimentos y bebidas

(saldo en porcentaje; tasas de variación interanual)

— Expectativas de precios de venta (escala izquierda)
 Precios de producción de los alimentos y bebidas (escala derecha)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.

fijos de negociación de los precios entre proveedores y minoristas puede haber retrasado también la transmisión de los aumentos en algunos países. Por el contrario, en países en los que la elevación de los precios de los alimentos ha sido más acusada, parece que los márgenes de los minoristas no han actuado como amortiguadores. En algunos casos, ello puede haberse debido al hecho de que los minoristas de alimentos operan en un entorno de márgenes reducidos. En estas condiciones, las perturbaciones en los precios de los bienes intermedios tienden a trasladarse a los consumidores más rápidamente. En otros países, la falta de competencia en algunos segmentos de los mercados de alimentos, en un contexto de intensa actividad económica subyacente, puede haber dado lugar a una transmisión más rápida y, en algunos casos, más acentuada, de las subidas de precios a los consumidores.

De cara al futuro, la inflación en los precios de los alimentos del IAPC podría crecer algo más a muy corto plazo, dado que los pasados aumentos de los costes de producción se trasladan a los precios al por menor. Los datos preliminares de noviembre sugieren que éste es el caso. Si no se producen nuevas perturbaciones en los precios de las materias primas alimentarias, la inflación en los precios de los alimentos del IAPC debería retroceder posteriormente a niveles más acordes con su media histórica. Estas perspectivas están en línea con la información sobre contratos de futuros en los mercados internacionales de materias primas alimentarias. En consecuencia, existen riesgos alcistas. Los precios de la carne, que representan cerca del 50% del componente de alimentos no elaborados y que se han mantenido en niveles bastante moderados hasta ahora, podrían verse afectados por las recientes marcadas subidas de los precios de producción de los piensos (véase gráfico A). Por otro lado, el reciente repunte de las expectativas de precios de venta de los productores de alimentos, bebidas y tabaco, recogido en la encuesta de opinión de la Comisión Europea, señala la persistencia de presiones al alza sobre los precios de los alimentos a corto plazo (véase gráfico B).

Para más adelante, las perspectivas para los precios internacionales de los alimentos y los de la zona del euro siguen siendo muy inciertas. Aunque el suministro de productos agrícolas debería, en última instancia, responder al aumento de la demanda, el período de convergencia podría ser más prolongado de lo previsto. Por otra parte, la evolución de los precios de los alimentos depende de varios factores que son difíciles de predecir, como los avances tecnológicos y posibles cambios en la política energética. Así pues, parecen existir también riesgos a medio plazo.

Recuadro 5

LA POLÍTICA AGRÍCOLA COMÚN DE LA UNIÓN EUROPEA EN EL CONTEXTO DEL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

En el 2007, los precios de los alimentos han subido de forma significativa en los mercados internacionales. Estas subidas han sido consecuencia de distintos factores, como el aumento de los precios de la energía y de los fertilizantes, las condiciones meteorológicas adversas observadas en algunas regiones, la mayor demanda de producción para biocombustibles y, en general, la fuerte demanda de cultivos en las economías emergentes (véase el recuadro 4 del presente Boletín Mensual). El incremento de los precios de los alimentos ha planteado también dudas sobre los efectos de la política agrícola común (PAC) de la UE sobre estos precios, cuestión que se analiza en el presente recuadro.

La PAC de la Unión Europea está recogida en el artículo 33 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y sus objetivos son (i) incrementar la productividad agrícola, (ii) garantizar un nivel de vida equitativo a la población agrícola, (iii) estabilizar los mercados, (iv) garantizar la seguridad de los abastecimientos y (v) asegurar al consumidor suministros a «precios razonables». La PAC establece, asimismo, políticas y medidas destinadas a fomentar el desarrollo rural y a proteger el medio ambiente. En 1980 los recursos asignados a la PAC representaron el 69% del presupuesto total de la UE. Esta participación se redujo al 50% en el 2003 y se sitúa actualmente en el 43%, siendo previsto que descienda al 36% en el 2013.

Inicialmente, la PAC ayudaba a los agricultores de la UE mediante impuestos sobre las importaciones, subvenciones a la exportación y precios garantizados para productos que, de otra manera, se hubieran mantenido en el nivel de precios mucho más bajo de los mercados mundiales. Como resultado de esta política, en los años ochenta los costes presupuestarios se habían elevado y se había llegado a una sobreproducción de productos agrícolas. En este contexto, la UE adoptó varias medidas encaminadas a limitar el gasto y la producción, como el establecimiento de cuotas de producción de leche en 1984, la imposición de restricciones a la plantación de viñedos, la fijación de topes para las ayudas nacionales a distintos productos y la creación de un programa de retirada de tierras de cultivo (como se explica con más detalle más abajo).

En el 2003, la PAC sufrió una amplia reforma, que tenía por objeto adaptarla a los requisitos de los acuerdos de liberalización del comercio internacional (como la ronda de Doha), aliviar las presiones presupuestarias de la UE y lograr una agricultura más respetuosa con el medio ambiente a la vez que más competitiva. La reforma rebajó sustancialmente los precios garantizados y estableció un «único pago por explotación», que sustituía a varios de los anteriores pagos vinculados a la producción, así como a los pagos directos a los agricultores. La mayor parte del gasto de la PAC se dedica actualmente a ayudas a los agricultores que están desvinculadas de la producción.

Además de establecer impuestos y cuotas de importación, la PAC impone dos importantes clases de restricciones directas de la producción: regímenes de cuotas de producción y obligaciones de retirada de tierras de cultivo. Las cuotas de producción se aplican a ciertos productos (en particular, la leche y el azúcar) y se imponen penalizaciones en caso de rebasar los límites establecidos. Asimismo, los agricultores deben, obligatoriamente, retirar una determinada proporción de tierras de cultivo (es decir, dejarlas sin cultivar). El porcentaje de retirada obligatoria de tierras de cultivo puede variar entre los años de cosechas¹. Se espera que la obligación de retirar tierras de cultivo quede abolida en un futuro próximo y la Comisión Europea está también a favor de la supresión progresiva de las cuotas de producción de leche, a fin de reducir las distorsiones de mercado por el lado de la oferta de la PAC².

1 En julio del 2007, la Comisión Europea decidió fijar en el 0% el porcentaje de retirada obligatoria de tierras para la sementera del otoño del 2007 y la primavera del 2008, en respuesta a las crecientes tensiones observadas en el mercado de cereales.

2 Para más detalles, véase «Preparing for the 'Health Check' of the CAP reform», Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, Bruselas, noviembre del 2007.

Debido a la sustancial reducción de los precios garantizados, como resultado de la reforma del 2003³, y al aumento de los precios en los mercados internacionales⁴, no se ha utilizado prácticamente el instrumento de las subvenciones a la exportación.

La reforma del 2003 consiguió limitar los efectos de distorsión sobre los mercados agrícolas, reduciendo, por ejemplo, el precio de intervención de determinados productos agrícolas (como la mantequilla, la leche en polvo desnatada y el arroz). La disociación⁵ de los pagos por explotación contemplada en la reforma de la PAC ha reducido los instrumentos que afectan a la oferta. Sin embargo, pese a la reforma, la PAC sigue provocando efectos de distorsión y divergencias entre los precios de la UE y los precios internacionales de algunos productos agrícolas (como la leche, la carne de vacuno y el azúcar). El alza de los precios de los alimentos tiene un impacto regresivo, dado que los hogares más pobres gastan una parte más alta de sus ingresos en la alimentación. Algunas subvenciones están todavía ligadas a la producción o a la superficie de las tierras, lo que beneficia a menudo a las grandes explotaciones⁶. La Comisión ha reconocido esta distorsión y ha propuesto recientemente elevar el porcentaje de disociación y reducir los pagos a las grandes explotaciones. En general, un uso excesivo de la PAC puede atrapar recursos en un sector de baja productividad, alterando la capacidad de ajuste de la economía de la UE. Una asignación de recursos guiada en mayor medida por los mercados agrícolas debería, en principio, beneficiar a los agricultores más eficientes, innovadores y productivos, garantizando así una eficiente asignación de los recursos.

En el contexto del fuerte aumento de los precios internacionales de los alimentos, es particularmente importante proseguir con la liberalización y las reformas de los mercados agrícolas de la UE. Las reformas contribuirían a incrementar la eficiencia de los mercados y favorecerían a los consumidores europeos, al rebajar los precios. A fin de que los consumidores puedan beneficiarse de precios de producción más bajos, es necesario fomentar la competencia en los sectores de las fases finales de la cadena de producción (elaboración de alimentos, comercio minorista y hostelería) y cumplir con las disposiciones del mercado único. El éxito de la ronda de negociaciones de Doha debería ayudar también a mejorar el funcionamiento del comercio mundial, en general, y el de los mercados agrícolas europeos y mundiales, en particular.

3 Antes de la reforma del 2003, los precios garantizados eran los precios de intervención que guiaban a los precios de mercado. Después de la reforma, los precios garantizados se convirtieron en precios que actuarían como «red de seguridad», a semejanza de los establecidos en la Ley Agraria de Estados Unidos.

4 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.

5 El porcentaje de disociación es el porcentaje de ayudas agrícolas de la UE que se conceden a los agricultores sin vínculo alguno con la producción agrícola o con la utilización de la tierra.

6 OCDE, «Economic Survey of the European Union», París, 2007.

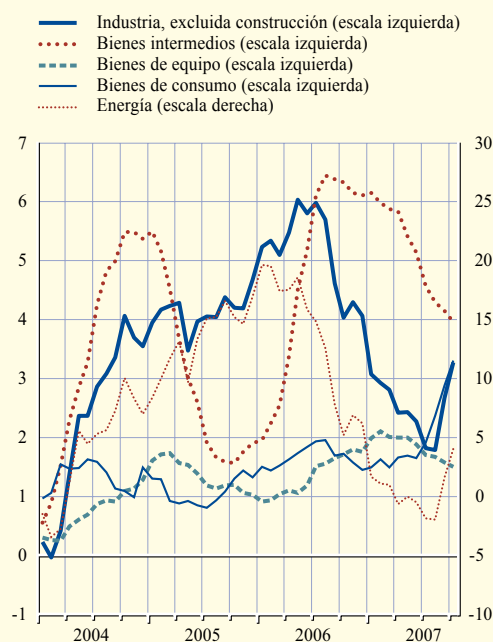
En el contexto del acusado aumento de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales, conviene analizar el impacto de la política agrícola común de la UE y considerar si una mayor liberalización y reformas adicionales de los mercados agrícolas de la UE beneficiarían a los consumidores europeos, al rebajar los precios (este tema se analiza en el recuadro 5).

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Tras descender gradualmente a partir de mediados del 2006, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se ha elevado considerablemente en los dos últimos meses (hasta el 3,3% de octubre, desde el 2,7% de septiembre y el 1,8% de agosto), como con-

Gráfico 39 Desagregación de los precios industriales

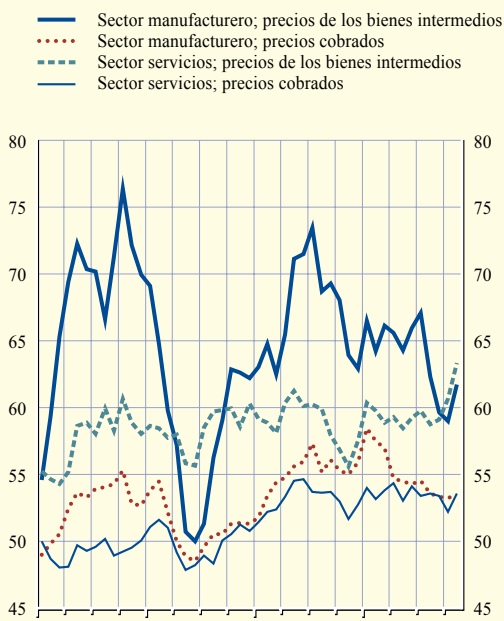
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 40 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.

secuencia de las recientes subidas de los precios del petróleo y de los alimentos (véase gráfico 39). Al igual que en el mes precedente, esta evolución fue debida, en gran parte, al pronunciado incremento de los precios industriales de la energía, reflejo de un fuerte aumento intermensual y, en menor medida, de un efecto de base. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales se mantuvo sin cambios en un nivel elevado (3,1%) en octubre, lo que ocultó, sin embargo, movimientos de signo contrario entre sus componentes. Al igual que en el mes anterior, la evolución a corto plazo de los precios industriales de los bienes intermedios y de los bienes de equipo fue moderada, reflejo, en cierta medida, de los efectos favorables de la apreciación del euro. Por el contrario, se mantuvo la reciente tendencia al alza de la tasa de variación interanual de los precios industriales del índice general de bienes de consumo, que alcanzó un elevado nivel, el 3,3%, en octubre, desde el 1,5% registrado al cierre del año, como resultado de un nuevo acusado aumento de los precios de producción de los bienes alimenticios. Sin embargo, si se excluyen el tabaco y los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo ha permanecido estable en torno al 1,3% a lo largo del año, señal de moderación de las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos. Confirmando la valoración del mes pasado, los datos de precios industriales del mes de octubre apuntan a elevadas presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción, especialmente sobre los precios de producción de los alimentos, lo que podría repercutir en los precios al por menor.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras (véase gráfico 40) confirman el aumento de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios. Tras disminuir gradualmente a partir

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

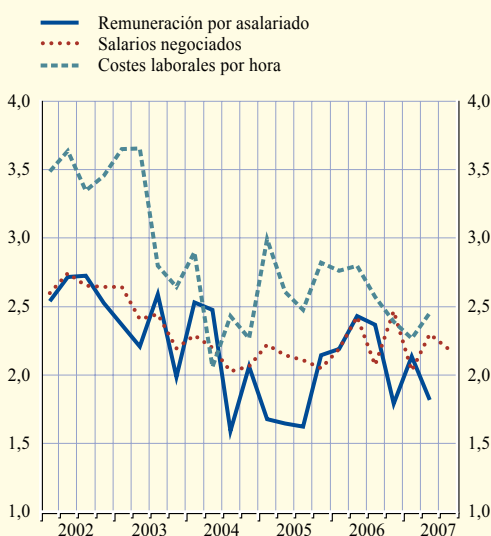
	2005	2006	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Salarios negociados	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,2
Costes laborales totales por hora	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,5	.
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,4	1,8	2,1	1,8	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,7	1,4	1,2	1,7	1,4	0,8	.
Costes laborales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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de julio, debido al descenso de los precios de las materias primas y a la apreciación del euro, el indicador de costes no salariales de los bienes intermedios en el sector manufacturero repuntó en noviembre, como consecuencia del marcado incremento de los precios de las materias primas, ya que la subida de los precios del petróleo y de los alimentos se compensó, sólo en parte, con el descenso de los precios de los metales. El índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios se elevó por tercer mes consecutivo, como resultado de los altos precios del petróleo, del aumento de los salarios y del incremento de los costes de endeudamiento. Sin embargo, los indicadores de precios de producción en ambos sectores han registrado una evolución relativamente moderada en los últimos meses y han subido sólo ligeramente en noviembre, lo que sería indicativo de una limitada transmisión de la elevación de los costes de los bienes intermedios a los clientes, especialmente en los servicios, hasta el momento y posiblemente como resultado de la fuerte competencia. No obstante, todos los indicadores de precios de la encuesta se mantienen en niveles relativamente altos en términos históricos.

Gráfico 41 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

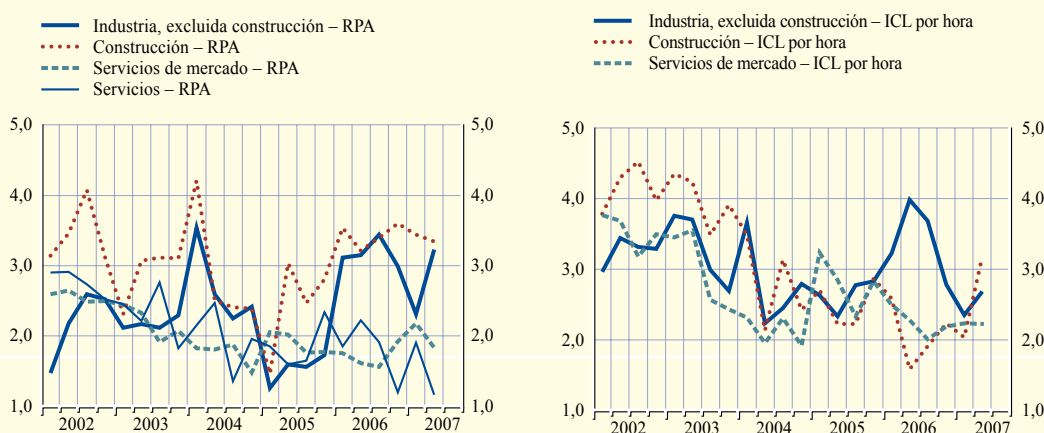
Según los datos disponibles hasta el tercer trimestre del 2007, los indicadores de costes laborales siguen apuntando a una evolución moderada de los salarios en la zona del euro (véase cuadro 7).

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 2,2% en tasa interanual en el tercer trimestre del 2007, ligeramente por debajo del aumento registrado en el segundo trimestre y del crecimiento medio observado en el 2006 (véase gráfico 41).

Los costes laborales parecen haber ejercido presiones inflacionistas moderadas en el transcurso del 2007, aunque esta valoración ha de ser confirmada por otros indicadores de costes laborales, cuyos datos relativos al tercer trimestre no se han publicado todavía. Según los datos disponibles para el primer semestre del 2007, y considerando el impacto de circunstancias específicas de deter-

Gráfico 42 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

minados países, las tasas de crecimiento interanual de todos los indicadores de costes laborales se han mantenido en un nivel próximo o inferior a su media del año anterior. Aunque el crecimiento anual de la remuneración por asalariado fue bastante moderado, la reducción del crecimiento de la productividad del trabajo durante el mismo período supuso un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el segundo trimestre, pero se trató de un incremento moderado en términos históricos.

En cuanto a la evolución por sectores, si se considera la media del primer semestre del 2007 para obviar el patrón más volátil del comportamiento mensual, se observa que, en el sector industrial, el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo, por lo general, en línea con las variaciones registradas en los últimos años, mientras que descendió ligeramente en el sector servicios (véase gráfico 42).

De cara al futuro, la información sobre las negociaciones salariales más recientes en algunos países apunta a un aumento de las presiones salariales a partir del 2008. Existen indicios de presiones particularmente fuertes en los salarios del sector público. La evolución de estos salarios es importante, no sólo debido a su impacto en los saldos presupuestarios, sino porque pueden producir también efectos de contagio en los salarios del sector privado.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En general, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, debido a los precios de la energía y de los alimentos, y que se modere de forma gradual en el transcurso del próximo año, siempre que se reduzca la presión de los precios de la energía y de los alimentos, según se prevé en los mercados de futuros de estos productos. Las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema sitúan la inflación interanual medida por el IAPC entre el 2% y el 3% en el 2008 y entre el 1,2% y el 2,4% en el 2009. Para más información, véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro».

Se ha confirmado plenamente que los riesgos para estas perspectivas apuntan al alza. Dichos riesgos están relacionados con la posible persistencia de altos precios del petróleo y de los productos agrícolas, y con aumentos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Asimismo, considerando la existencia de restricciones de la capacidad productiva, el vigoroso crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, es posible un crecimiento de los salarios más dinámico de lo esperado. Además, la elevada inflación observada en varios países, como consecuencia del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, podría acentuar el deterioro de las expectativas de inflación en los próximos meses. Ello podría suponer un riesgo alcista para la inflación a través de efectos de segunda vuelta, ya que podría generar mayores demandas salariales, en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, y una mayor transmisión del aumento de los costes de los bienes intermedios a los consumidores, especialmente en segmentos de mercado con un reducido nivel de competencia y una alta capacidad de fijación de precios. En el recuadro 6 se analiza la importancia de realizar un estrecho seguimiento del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo.

Recuadro 6

INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA: ANÁLISIS MÁS DETALLADO DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE

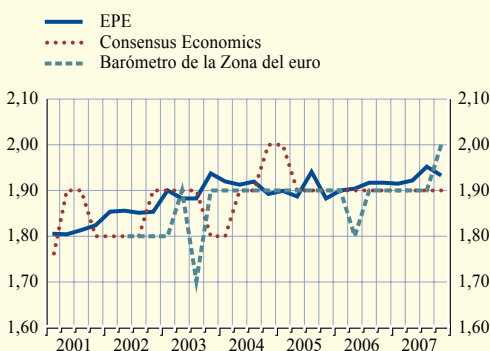
La evolución económica reciente, especialmente el aumento de los precios del petróleo y de los alimentos, ha puesto de manifiesto la necesidad de realizar un estrecho seguimiento del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo. En este recuadro se analizan más detenidamente los correspondientes datos de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), centrándose en la información que puede obtenerse de la dimensión de corte transversal (es decir, individual) de los encuestados.

Indicadores agregados de expectativas de inflación a largo plazo

En general, las expectativas agregadas de inflación a largo plazo de la EPE han estado fluctuando en torno al 1,9% desde el inicio del 2003, alcanzando un máximo del 1,94% en el cuarto trimestre del 2003 y el segundo trimestre del 2005.

Gráfico A Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas a expertos en previsión económica

(tasas de variación interanual)



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

Nota: Las últimas previsiones se refieren al 2012 en la EPE para el cuarto trimestre del 2007, al período 2013-2017 en la edición de octubre del 2007 de Consensus Economics y al 2011 en la edición de octubre del 2007 del Barómetro de la Zona del Euro.

Más recientemente, desde comienzos del 2006 se ha detectado un ligero movimiento alcista, observándose un nuevo máximo del 1,95% en el tercer trimestre del 2007. Sin embargo, tal y como se indicaba el mes pasado, las expectativas agregadas de inflación a largo plazo (es decir, a cinco años vista) se redujeron levemente, hasta el 1,93% en la última EPE, correspondiente al cuarto trimestre del 2007. Así pues, si se redondea a un decimal, esta ligera revisión a la baja vuelve a rebajar las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE desde el 2% al 1,9%, nivel en el que se han venido manteniendo en muchas encuestas consecutivas. Estos resultados agregados están, en general, en línea con la información sobre las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro procedente de otras encuestas similares: Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro (véase gráfico A).

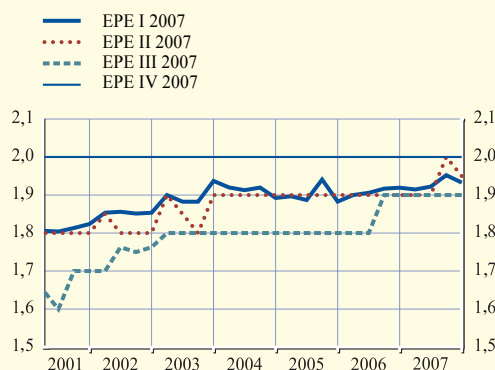
No obstante, cabe señalar que, aunque en cada una de las encuestas se solicita a los expertos en previsión económica que indiquen sus expectativas de inflación a largo plazo, sus respuestas muestran ciertas diferencias, por ejemplo, en relación con el periodo de referencia de las expectativas a más largo plazo. La EPE del BCE recibe el mayor número de respuestas a la pregunta sobre las expectativas de inflación a largo plazo, con una media aproximada de 45 respuestas. Una característica adicional de la EPE es que recoge estimaciones y distribuciones de probabilidad. Por último, un aspecto de la EPE que puede ser muy útil es que recopila las expectativas individuales de los encuestados (aunque de forma anónima).

Contenido informativo del corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo¹

La evolución de las expectativas agregadas puede ocultar cambios en la distribución de corte transversal de las estimaciones. Si se examinan las respuestas individuales contenidas en las dos últimas encuestas EPE, se observa que el porcentaje de encuestados que indican una estimación del 2% ha aumentado ligeramente (véase gráfico B). En la última EPE, casi la mitad de los encuestados apunta una estimación del 2%. Sin embargo, sólo dos encuestados sitúan sus expectativas en un nivel igual o superior al 2,1%.

Gráfico B Distribución de las expectativas de inflación a largo plazo entre los encuestados de la EPE

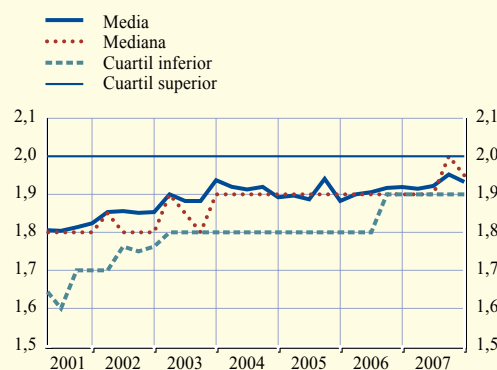
(porcentaje de encuestados)



Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico C Indicadores de tendencias centrales de las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE

(tasas de variación interanual)



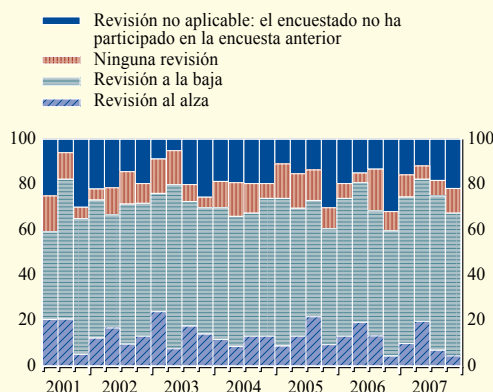
Fuente: Cálculos del BCE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, varias medidas de las tendencias centrales sugieren que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables desde la revisión y aclaración de la estrategia de política monetaria del BCE (en el segundo trimestre del 2003), cuando el BCE anunció que la estabilidad de precios se define como una inflación no sólo «inferior» sino también «próxima» al 2%. Desde mediados del 2006, las expectativas de inflación a largo plazo se han concentrado en el intervalo 1,9%-2% (véase gráfico C). El cuartil superior de las estimaciones de inflación a largo plazo de la EPE ha permanecido sin cambios en el 2%, lo que quiere decir que al menos el 25% de los encuestados ha estimado siempre que la inflación a largo plazo se situaría en un nivel igual o superior al 2%. El cuartil inferior ha aumentado de forma constante hasta el primer trimestre del 2003 y se ha mantenido estable en el 1,8% desde el segundo trimestre del 2003.

¹ Para un análisis adicional de la dimensión de corte transversal de la EPE del BCE, véase Bowles et al., «The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): a review after eight years' experience», Occasional Paper n.º 59, BCE, abril del 2007.

Gráfico D Revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de una EPE a la siguiente

(en porcentaje de encuestados que han proporcionado una estimación)



Fuente: Cálculos del BCE.

que cinco encuestados la revisaron a la baja, y dos, al alza. Diez de los encuestados de la última EPE no habían participado en la encuesta anterior, por lo que no se incluyeron en los cálculos de las revisiones. En promedio, el 18% de los participantes en una determinada encuesta no había participado en la encuesta anterior. Por consiguiente, cuando se analizan los datos agregados de expectativas de inflación a largo plazo, es importante tener en cuenta estos cambios en la composición de los encuestados entre una encuesta y otra. A veces, más que cambios en las propias expectativas de inflación a largo plazo con respecto a las de la encuesta anterior, las variaciones de las estimaciones medias de una encuesta a otra pueden reflejar cambios en la composición de los encuestados, o una combinación de ambos.

Conclusiones y comparación con la información de los indicadores de expectativas de inflación procedentes los mercados financieros

Aunque las estimaciones agregadas de expectativas de inflación a largo plazo de la EPE se han mantenido prácticamente estables en torno al 1,9%, pueden observarse cambios en la distribución de corte transversal y en la distribución de probabilidad de estas estimaciones. El porcentaje de encuestados que indica una estimación del 2% ha aumentado, aunque bien es cierto que un número muy reducido de encuestados sitúan sus expectativas por encima del 2%. Por otro lado, tal y como se señalaba el mes pasado, también ha aumentado el riesgo de que la inflación se sitúe por encima del 2%. En la última EPE, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe por debajo del 2% (un 52%) era casi tan alta como la probabilidad de que se sitúe en un nivel igual o superior al 2% (un 48%).

En consecuencia, la evolución de los indicadores de expectativas de inflación de las encuestas, unida al hecho de que los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los instrumentos financieros² se han elevado de forma significativa desde comienzos del 2007 (véase la evolución de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados, en el gráfico 22 del presente Boletín Mensual), apunta a la necesidad de realizar un estrecho seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo.

2 Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los instrumentos financieros no son medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también primas de riesgo de inflación y pueden verse afectados por otros factores de mercado. Para más información, véase el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

hasta el segundo trimestre del 2006, elevando la inflación al 1,9% a partir del tercer trimestre del 2006, lo que significa que al menos el 50% de los encuestados espera que la inflación a largo plazo se sitúe entre el 1,9% y el 2%. La mediana de las expectativas de inflación a largo plazo ha permanecido estable desde el primer trimestre del 2004 hasta el tercer trimestre del 2007, período en el que ascendió al 2%, antes de descender al 1,95% en el cuarto trimestre, lo que indica que la mitad de las estimaciones se situaban por encima del 1,95% en la última EPE.

Si se consideran las revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo, desde el primer trimestre del 2001 un 24% de encuestados, como promedio, ha ido revisando sus expectativas en una determinada encuesta (véase gráfico D). En la última EPE, dos tercios de los encuestados no revisaron su previsión con respecto a la encuesta anterior, mientras

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La primera estimación de Eurostat sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre del 2007 fue del 0,7%, confirmando la estimación preliminar anterior. La información disponible a principios del cuarto trimestre apunta a cierta moderación de la actividad económica, no sólo en la industria, sino también, aunque en menor medida, en los servicios. En general, los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos, la rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo continúa siendo dinámico y la tasa de paro está en niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre del 2007 sitúan el crecimiento medio interanual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,8% en el 2007, entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008, y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre, el intervalo previsto para el crecimiento del PIB real en el 2008 es algo más bajo, mientras que para el 2007 se sitúa dentro de los valores superiores del intervalo indicado en las proyecciones de septiembre. En general, las previsiones más recientes de organismos internacionales confirman estas perspectivas. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico apuntan a la baja, y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de que se intensifiquen los efectos sobre la confianza y las condiciones de financiación y el crecimiento mundial y de la zona del euro de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, con posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, y con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas y la preocupación por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

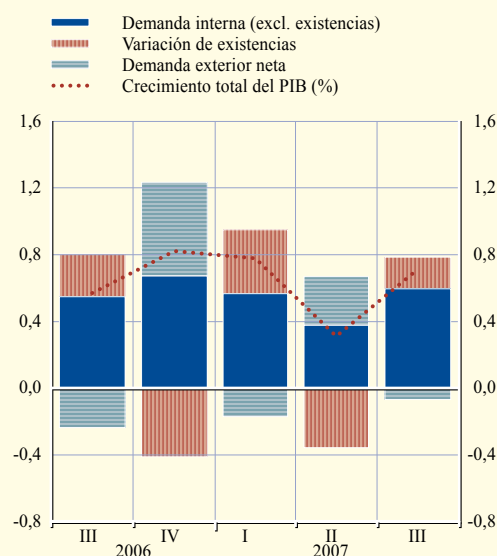
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La información más reciente ha confirmado la valoración realizada en ediciones anteriores del Boletín Mensual. Tras haberse expandido por encima de su tasa potencial en el 2006, la actividad económica evolucionó de manera acorde con el crecimiento potencial en los tres primeros trimestres del 2007. Dado que la economía está atravesando una fase más madura del ciclo, el crecimiento del PIB real debería sustentarse más en la contribución del consumo y menos en la de la inversión.

Según la primera estimación de Eurostat de datos de contabilidad nacional, el crecimiento del PIB real se situó en el 0,7% en el tercer trimestre del 2007, en comparación con el 0,3% en el trimestre anterior (véase gráfico 43). El consumo privado aumentó un 0,5%, confirmando las indicaciones favorables observadas previamente. La inversión recuperó su dinamismo y se situó en el 0,9%, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre, respaldando la valoración de que la caída observada en el segundo trimestre se debió principalmente a factores específicos que afectaron a la construcción. La contribución de la demanda exterior neta fue ligeramente negativa, pero tanto las

Gráfico 43 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

exportaciones como las importaciones registraron un acusado crecimiento. La contribución de las existencias fue positiva.

En general, la estimación más reciente de datos de contabilidad nacional sugiere que el crecimiento económico de la zona del euro se mantuvo en niveles elevados en los tres primeros trimestres del año, aunque algo por debajo de los registrados en el 2006.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Aunque el crecimiento más vigoroso de la industria representó la principal contribución a la aceleración del crecimiento del PIB en el 2006, los servicios han ido desplazando progresivamente a la industria en el 2007. No obstante, en el tercer trimestre, el crecimiento de la industria se recuperó, tras el relativamente moderado crecimiento registrado en el segundo trimestre.

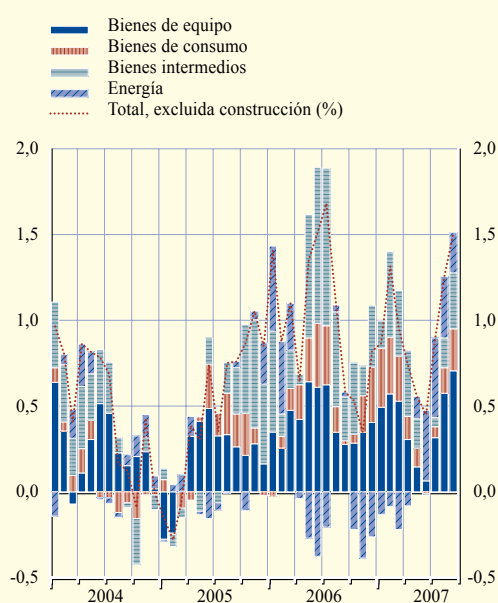
Según la primera estimación de Eurostat de datos de contabilidad nacional, la contribución de los servicios al valor añadido total de la zona del euro fue de 0,5 puntos porcentuales en el tercer trimestre del 2007, en comparación con 0,4 puntos porcentuales en el trimestre anterior. La contribución de la industria al crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre también fue considerable, de 0,3 puntos porcentuales, tras una contribución marginal en los tres meses precedentes.

Este panorama queda confirmado en los datos más recientes sobre producción industrial (véase gráfico 44). La producción industrial (excluida la construcción) se incrementó un 1,5% en el tercer trimestre del 2007, tras un aumento del 0,5% en el segundo trimestre. Esta elevada tasa intertrimestral es atribuible a los pronunciados incrementos observados en todos los destinos económicos principales, especialmente en los bienes de equipo y en la energía. En términos intertrimestrales, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) aumentaron un 1,1% en septiembre, en comparación con el 1,8% del mes anterior, lo que apunta a que la expansión de este sector puede estar desacelerándose. En la construcción, la producción aumentó un 0,4% en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre. Aunque la producción de este sector mostró un extraordinario dinamismo en el 2006, prolongado por los efectos transitorios de factores específicos relacionados con las condiciones meteorológicas a principios del 2007, en promedio parece haberse producido una moderación del crecimiento desde principios de este año.

En general, la información más reciente disponible sugiere que es probable que la contribución de la producción industrial al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre sea inferior a la del tercer trimestre.

Gráfico 44 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

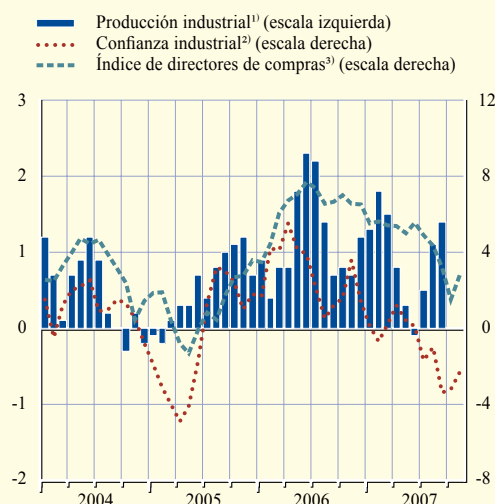


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 45 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

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

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

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

Desde el verano del 2006, los indicadores procedentes de encuestas han estado apuntando a una normalización de la actividad económica en la zona del euro con respecto a las tasas de crecimiento superior al crecimiento potencial observadas previamente. En los últimos dieciocho meses, los datos de las encuestas han indicado de manera constante una desaceleración en la industria, pero un crecimiento robusto en los servicios. Sin embargo, los datos procedentes de encuestas disponibles hasta noviembre del 2007 sugieren que la actividad económica en los servicios también registró cierta moderación en el cuarto trimestre.

Si se consideran las variaciones a corto plazo, la actividad en la industria parece haberse recuperado ligeramente en noviembre, tras haber caído en los dos meses precedentes, como sugieren el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y el índice de directores de compras de las manufacturas (véase gráfico 45). No obstante, los dos indicadores indican también que el nivel medio de actividad industrial en los dos primeros meses del cuarto trimestre fue inferior a la media correspondiente al trimestre anterior. Sin embar-

go, el índice de directores de compras de las manufacturas se mantiene por encima de 50, el umbral teórico que señala el crecimiento, mientras que el indicador de confianza industrial de la Comisión se sitúa bastante por encima de su media histórica.

En cuanto a los servicios, tanto el indicador de confianza de la Comisión Europea para este sector como el índice de directores de compras de los servicios relativo a la actividad empresarial registraron un descenso en noviembre. Actualmente, ambas series se sitúan por debajo de sus medias históricas, lo que apunta a que el crecimiento de este sector se ha moderado ligeramente, aunque se mantiene en un nivel acorde con la sostenida expansión registrada en el cuarto trimestre y por encima de los niveles medios observados en estas encuestas entre el 2002 y el 2005.

En general, los datos procedentes de las encuestas relativos a la industria y a los servicios sugieren que las tasas de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del 2007 podrían ser inferiores a las del tercer trimestre, aunque próximas al crecimiento potencial.

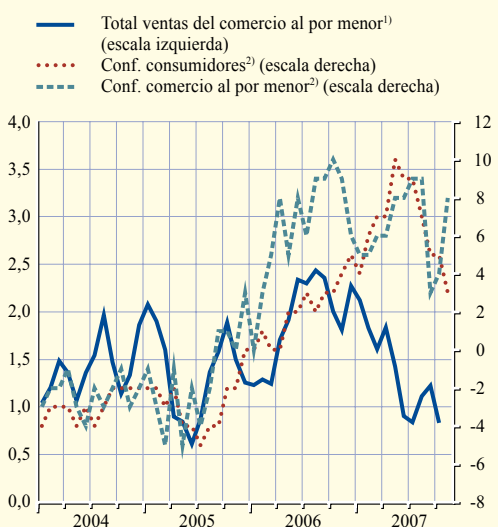
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El crecimiento del consumo privado en la zona del euro ha continuado respaldando el crecimiento del PIB, en consonancia con la evolución de la renta neta disponible de los hogares y con unas condiciones favorables en el mercado de trabajo.

La información más reciente acerca del gasto de los hogares confirma la gradual recuperación del consumo privado, que en la zona del euro aumentó un 0,5%, en términos intertrimestrales, en el

Gráfico 46 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 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.

tercer trimestre del año, tras un incremento del 0,6% en el trimestre anterior. Según los datos disponibles, el crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre se vio impulsado, en cierta medida, por el crecimiento del gasto en bienes de consumo, y las ventas del comercio al por menor registraron un aumento del 0,7%, en términos intertrimestrales (véase gráfico 46).

Actualmente sólo se dispone de datos limitados para los tres últimos meses del año. En octubre, las ventas del comercio al por menor aumentaron un 0,3%, en términos de medias móviles de tres meses, mientras que las matriculaciones de automóviles en la zona del euro prácticamente no registraron variaciones. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que muestra las percepciones de este sector, volvió a mejorar en noviembre, y se encuentra en un nivel históricamente elevado. Sin embargo, la confianza de los consumidores de la zona del euro disminuyó en noviembre, como consecuencia, principalmente, de un pronunciado deterioro de las percepciones de los consumidores acerca de la situación económica general. La confianza de los consumidores continúa estando por encima de su media histórica,

pero ha experimentado una caída con respecto al máximo observado en mayo del 2007. No obstante, las condiciones en el mercado de trabajo son favorables, lo que hace que las perspectivas del consumo privado para el 2008 sean positivas, en líneas generales, aunque los indicadores apunten a un crecimiento del consumo algo más moderado en el cuarto trimestre del 2007 que en el tercero.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una clara mejora en los últimos años, y esta tendencia favorable se ha visto confirmada por los datos más recientes. Las expectativas de empleo permanecen en niveles elevados y respaldan la valoración de que las perspectivas del mercado de trabajo son positivas, mientras que los indicadores procedentes de encuestas siguen detectando ciertas tensiones en las condiciones de este mercado.

DESEMPLEO

La tendencia a la baja de la tasa de paro de la zona del euro observada desde mediados del 2004 ha continuado, y la tasa de desempleo normalizada de la zona volvió a disminuir, hasta el 7,2% en octubre, desde el 7,3% de septiembre (véase gráfico 47). La tasa de octubre es la más baja registrada desde principios de la década de los ochenta, y ha descendido considerablemente, 0,8 puntos porcentuales, en los doce últimos meses, aunque el ritmo de disminución se ha ralentizado gradualmente desde comienzos del 2007. En octubre, el número de desempleados en la zona del euro se redujo en torno a 82.000 personas, en comparación con un promedio mensual de 113.000 personas en el primer trimestre.

Los datos procedentes de la encuesta trimestral de la Comisión Europea sobre restricciones a la producción sugieren que el déficit de mano de obra aumentó de nuevo en la industria y en los servicios a principios del cuarto trimestre del 2007.

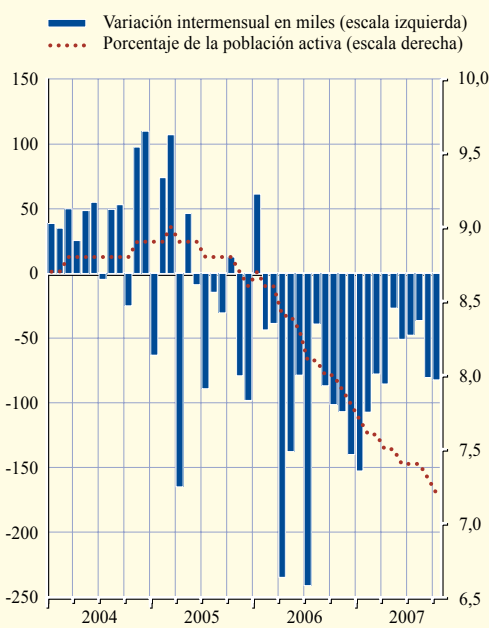
EMPLEO

En consonancia con la fuerte expansión económica de la zona del euro, el crecimiento del empleo registró un avance considerable en el 2006, en comparación con el 2005 (véase cuadro 8), y la información disponible apunta a la continuación del crecimiento en el 2007.

Los datos de encuestas disponibles hasta noviembre indican que la favorable evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado a principios del cuarto trimestre del 2007 (véase gráfico 48). Según datos de la encuesta a los directores de compras de NTC Economics, el empleo siguió creciendo en noviembre en la industria y en los servicios. Las expectativas de empleo de la encuesta de opinión de la Comisión Europea ofrecen una imagen similar.

Gráfico 47 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Según la primera estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,7% en el tercer trimestre del 2007, una cifra acorde con la estimación preli-

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

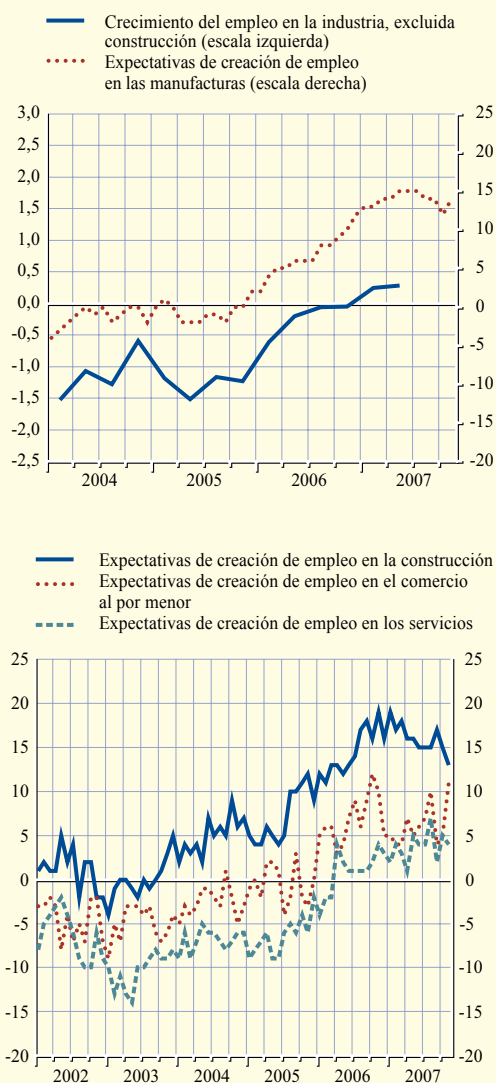
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2005	2006	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II
Total de la economía	0,9	1,5	0,6	0,3	0,4	0,6	0,5
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,1	-1,2	0,6	-1,4	-0,6	0,4	-0,6
Industria	-0,2	0,6	0,4	0,3	0,5	0,7	0,6
Excluida la construcción	-1,3	-0,2	0,1	0,0	0,0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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 48 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

minar publicada anteriormente. La información más reciente sobre la actividad económica obtenida de diversas encuestas de confianza y de estimaciones basadas en indicadores confirma la valoración de que el crecimiento económico ha continuado en el cuarto trimestre de este año, aunque probablemente a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior. En general, los fundamentos económicos de la zona del euro continúan siendo sólidos. La rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y las tasas de paro han caído hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años.

Estos factores también han quedado reflejados en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2007. Según las proyecciones, el crecimiento del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,8% en el 2007, entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008, y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre, el intervalo previsto para el crecimiento del PIB real en el 2008 es ligeramente más bajo, mientras que, para el 2007, se sitúa dentro de los valores superiores del intervalo indicado en las proyecciones de septiembre. Las previsiones más recientes de organismos internacionales confirman, en general, estas perspectivas. Este escenario de crecimiento sostenido del PIB real es acorde, en líneas generales, con su tendencia potencial, y se basa en las expectativas de que la actividad económica mundial mantendrá su dinamismo, y de que la ralentización del crecimiento económico de Estados Unidos resultará compensada, en parte, por la continuada fortaleza de las economías emergentes. El mantenimiento del vigor de la demanda externa debería seguir respaldando las exportaciones y la inversión en la zona del euro. El crecimiento del consumo tam-

bién debería contribuir al crecimiento económico, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, en un contexto favorable de incremento continuado del empleo. No obstante, si se tiene en cuenta el posible impacto sobre la economía real de la volatilidad de los mercados financieros y de la revisión de la valoración del riesgo, la incertidumbre sigue siendo elevada.

Se estima que los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico 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 la valoración

de los riesgos en los mercados financieros, con posibles nuevas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, y con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas y la preocupación por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño del 2007 confirman, en líneas generales, la mejora de los saldos presupuestarios de la zona del euro este año. Según las previsiones, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB disminuirá en el 2007 y aumentará ligeramente en el 2008, y no se espera que ninguno de los países de la zona del euro presente un déficit por encima del valor de referencia del 3% del PIB esos dos años. Sin embargo, los avances en el saneamiento presupuestario estructural en países con desequilibrios presupuestarios, esto es, aquellos que todavía no han alcanzado sus objetivos a medio plazo son, en general, decepcionantes. En varios países, las mejoras previstas son insuficientes para el cumplimiento de compromisos políticos recientes, y no son acordes con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) reformado. Esta falta de ambición prolonga innecesariamente los desequilibrios presupuestarios y podría dar lugar a sorpresas negativas en caso de que el entorno macroeconómico se torne menos favorable. Además, hace que estos países estén peor preparados para hacer frente a las consecuencias fiscales del envejecimiento de la población y a otros riesgos para la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo. Si esta situación no se corrige en las próximas actualizaciones de los programas de estabilidad, la credibilidad del aspecto preventivo del PEC podría verse menoscabada, y requiere el apoyo firme y decidido de los países que aplican políticas fiscales prudentes.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2007

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro muestran una continuada mejora de los saldos presupuestarios este año. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas en noviembre del 2007, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas se situará en el 0,8% del PIB en el 2007 (véase cuadro 9), desde el 1,5% del 2006. En comparación con los programas de estabilidad actualizados de finales del 2006, esta cifra representa una mejora de 0,6 puntos porcentuales con respecto a los objetivos fijados inicialmente para la zona del euro, y está plenamente justificada por el efecto de base de unos resultados mejores de lo esperado en el 2006. En términos de países, por primera vez desde el 2000, este año no se espera que ningún país registre un déficit presupuestario por encima del valor de referencia del 3% del PIB. La Comisión

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño del 2007						
a. Ingresos totales	45,0	44,6	45,0	45,6	45,6	45,3
b. Gastos totales	48,1	47,4	47,5	47,1	46,4	46,2
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8
d. Gasto primario (b - c)	44,8	44,3	44,5	44,2	43,5	43,3
Saldo presupuestario (a - b)	-3,1	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8	-0,9
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,2	0,3	0,4	1,3	2,1	2,0
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,7	-2,4	-1,9	-1,2	-0,7	-0,8
Deuda bruta	69,1	69,6	70,3	68,6	66,5	65,0
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,8	2,0	1,5	2,8	2,6	2,2
Medias de la zona del euro basadas en los programas de estabilidad actualizados para 2006-2007¹⁾						
Saldo presupuestario			-2,4	-2,1	-1,4	-1,1
Saldo presupuestario primario			0,6	1,0	1,5	1,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo			-1,8	-1,7	-1,1	-0,8
Deuda bruta			70,6	69,4	67,8	66,4
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)			1,4	2,6	2,2	2,2

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados para 2006-2007 y cálculos del BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Las cifras de la Comisión Europea incluyen a Chipre y a Malta.

1) La media de la zona del euro en el año 2005 incluye datos del programa de estabilidad de Francia para 2005-2006.

prevé que los dos países que actualmente son objeto de un procedimiento de déficit excesivo, Italia y Portugal, registren una ratio de déficit inferior e igual al valor de referencia del 3% del PIB, respectivamente. En cuanto a los demás países con desequilibrios presupuestarios en el 2006, está previsto que únicamente Alemania alcance una mejora de la situación presupuestaria estructural de al menos el 0,5% del PIB, el valor de referencia para la corrección anual del saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidos factores transitorios y excepcionales, para los países que todavía deben alcanzar los objetivos presupuestarios a medio plazo establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Para todos los demás países con un déficit inferior al 3% del PIB pero que seguían presentando desequilibrios presupuestarios en el 2006, la Comisión espera que los esfuerzos de saneamiento no alcancen este valor de referencia, pese a que el entorno económico ha sido, en general, favorable. En consecuencia, se prevé que los saldos presupuestarios en el 2007 sean acordes con los objetivos presupuestarios a medio plazo en aproximadamente la mitad de los países de la zona del euro.

Las previsiones de la Comisión apuntan a una nueva disminución de la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro, desde el 68,6% del PIB en el 2006, hasta el 66,5% en el 2007. Esta reducción tiene su origen en la reducción de las ratios de deuda en todos los países de la zona del euro excepto Irlanda, Francia y Luxemburgo, donde se espera que las ratios se mantengan prácticamente estables.

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA EN EL 2007

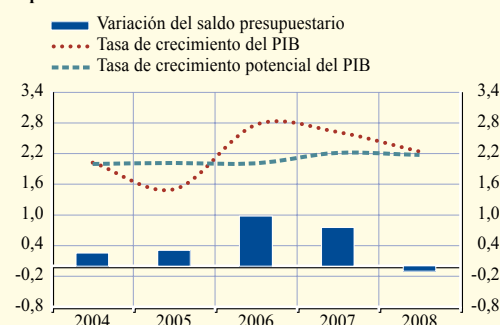
La mejora del saldo presupuestario de la zona del euro es consecuencia, principalmente, de un crecimiento económico relativamente pronunciado (dada una tasa media de crecimiento interanual del PIB real del 2,6% en el 2007, véase gráfico 49a) y de la desaparición de factores transitorios que causaron un considerable incremento del déficit en Italia (del 0,3% del PIB de la zona del euro). La evolución de ese país estuvo asociada al aumento de las transferencias de capital resultantes de una sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas sobre el IVA y de la asunción de la deuda de los ferrocarriles en el segundo semestre del año pasado.

El déficit ajustado de ciclo ha continuado descendiendo en el 2007 (véase gráfico 49b), pero sólo en una cantidad reducida si se excluye el impacto de los dos factores de carácter transitorio mencionados en relación con Italia en el 2006. La evolución agregada oculta notables divergencias entre los distintos países de la zona. Entre los países con

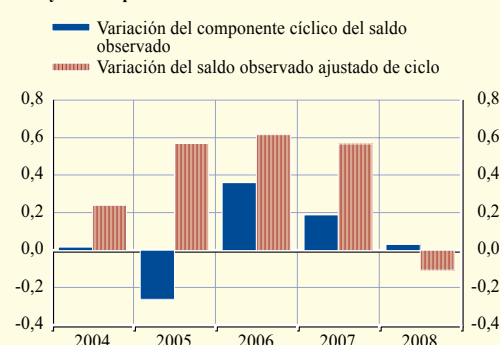
Gráfico 49 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

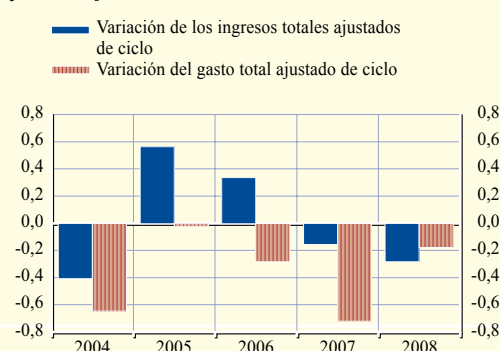
a) Crecimiento del PIB y variación interanual del saldo presupuestario



b) Variaciones interanuales del saldo presupuestario ajustado de ciclo y del componente cíclico del saldo observado



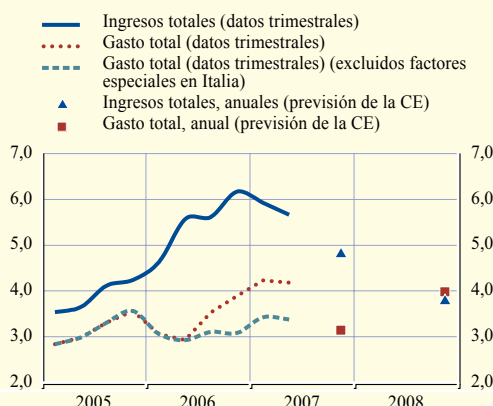
c) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario ajustado de ciclo



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de otoño del 2007) y cálculos del BCE.
Nota: Chipre y Malta se incluyen en los agregados de la zona de euro.

Gráfico 50 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas, zona del euro

(tasa de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres)



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

Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período I 2005-II 2007, más las previsiones anuales para el 2007 y el 2008 obtenidas de las previsiones de la Comisión Europea de otoño del 2007. Los factores especiales en Italia excluidos del gasto total en el segundo semestre del 2006 representaron el 0,3% del PIB.

desequilibrios presupuestarios considerables en el 2006, se espera que Alemania, Italia y Portugal registren mejoras significativas en sus saldos presupuestarios ajustados de ciclo. En cambio, se prevén progresos limitados para Francia y Austria, y ninguna mejora en Eslovenia, mientras que Grecia podría incluso experimentar un deterioro de su saldo ajustado de ciclo. La mejora general prevista en el saldo presupuestario ajustado de ciclo de la zona del euro en el 2007 se debe a una reducción del gasto ajustado de ciclo que compensará sobradamente el leve descenso de los ingresos (véase gráfico 49c). Como se ha observado anteriormente, la reducción del gasto en el 2007 tiene su origen, en cierta medida, en la desaparición de los factores transitorios.

Los datos trimestrales disponibles hasta el segundo trimestre del 2007 muestran la relativa fortaleza del crecimiento de los ingresos totales de las Administraciones Públicas con respecto al gasto en los últimos meses (véase gráfico 50). Aunque el crecimiento de los ingresos totales se desaceleró en el primer semestre del 2007 con respecto a los elevados niveles registrados anteriormente, los ingresos extraordinarios y las subidas de

los impuestos indirectos continúan desempeñando un destacado papel positivo en la mejora presupuestaria general, compensando el impacto de los recortes de los impuestos directos y de la disminución de las cotizaciones sociales.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2008

Para el 2008, la Comisión prevé que el déficit medio de la zona del euro aumentará ligeramente, hasta el 0,9% del PIB. La orientación de la política presupuestaria debería ser neutral, en general, dado que se espera que el ciclo económico apenas cause impacto sobre los saldos presupuestarios, y que el gasto por intereses descienda moderadamente. Cabe observar que entre los países con desequilibrios presupuestarios, se prevé que sólo Grecia y Malta registren un nivel de saneamiento presupuestario estructural anual acorde con el valor de referencia del 0,5% del PIB establecido en el PEC. Se espera que el saneamiento estructural prácticamente se paralice, o incluso se invierta, en los países que todavía presentan déficit estructurales: la Comisión prevé una leve mejora estructural en Portugal, pero ninguna en Italia y Austria, e incluso un deterioro en Francia y Eslovenia. En cuanto a Alemania, tras alcanzar su objetivo a medio plazo en el 2007, no se espera que lo logre en el 2008.

La evolución en el ámbito de la zona del euro es atribuible, en particular, a nuevos planes de recortes de los impuestos directos y a la disminución de las cotizaciones sociales en algunos países mientras que, en algunos casos, también está previsto subir los impuestos indirectos. Los recortes impositivos afectan principalmente a los tipos impositivos más bajos del impuesto de sociedades, especialmente en Alemania, mientras que las cotizaciones sociales han registrado un descenso en Francia y Alemania. En general, se espera que las reducciones discrecionales de ingresos contribuyan a una leve caída de los ingresos en relación con el PIB de la zona del euro, mientras que se prevé que el gasto sólo se reduzca ligeramente, indicando que no se acometerán nuevos esfuerzos de saneamiento. En términos ajustados de componentes cíclicos, la reducción del gasto en relación con el PIB prácticamente se interrumpirá en el 2008. Algunos gobiernos están destinando parte de los ingresos adicionales actuales a realizar gastos extraordinarios, en lugar de aplicarlos a reducir con más rapidez el déficit y la deuda. Mientras, se espera que la ratio media de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB disminuya hasta el 65%, favorecida por una ratio de superávit primario prácticamente estable. Con la excepción de Irlanda y Portugal, se prevé que la ratio de deuda disminuya en todos los países de la zona del euro. En el 2008 se espera que las ratios de deuda de Bélgica, Alemania, Grecia, Francia, Italia, Malta y Portugal permanezcan por encima del valor de referencia del 60% del PIB.

LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS ACTUALES Y LAS LECCIONES APRENDIDAS DE LA EXPERIENCIA

La continuada mejora de los saldos presupuestarios observada en el 2007 es acogida con satisfacción, especialmente el hecho de que no se prevé que ningún país de la zona del euro registre déficit por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Es evidente que las mejoras presupuestarias se han visto favorecidas por un fuerte crecimiento económico, que se ha traducido en un aumento de los impuestos recaudados y en considerables ingresos extraordinarios. No obstante, la obvia ausencia de esfuerzos de saneamiento en la mayor parte de los países con desequilibrios presupuestarios es motivo de preocupación por, al menos, dos razones. En primer lugar, la experiencia histórica demuestra que las situaciones presupuestarias iniciales débiles y las políticas fiscales complacientes pueden provocar un rápido deterioro de los saldos presupuestarios ante un cambio en el entorno económico. En segundo lugar, la inobservancia de las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en materia de política fiscal hace que peligre la credibilidad de su aspecto preventivo.

Puede resultar instructivo considerar la evolución de las finanzas públicas aproximadamente en la fase final del último período de auge económico, en particular la situación en el año 2000. Ese año, los planes y proyecciones presupuestarias reflejaban el supuesto de que la evolución inesperadamente vigorosa de los ingresos perduraría. Sin embargo, los acontecimientos posteriores a ese año ilustran cómo unas proyecciones presupuestarias excesivamente optimistas, junto con unas situaciones presupuestarias estructuralmente débiles al final de la fase de expansión económica, condujeron a un rápido deterioro de las finanzas públicas, y como consecuencia principalmente de unos ingresos sustancialmente inferiores a lo previsto, el déficit final resultó ser mucho más elevado de lo esperado: el déficit de la zona del euro (definición del SEC 95, excluidos los ingresos de la venta de licencias UMTS) se incrementó desde el 1% del PIB observado en el 2000 hasta el 1,9% en el 2001 y el 2,6% en el 2002. En varios países de la zona, la ratio de déficit superó con rapidez el valor de referencia del 3% del PIB en el período 2001-2003. Cabe observar que la situación de deterioro estructural de los saldos presupuestarios fue atribuible fundamentalmente a los ingresos, y fue el resultado de considerables recortes impositivos, destacando el impacto causado por las medidas adoptadas en Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.

Ciertamente, la situación actual presenta ciertas similitudes con las perspectivas presupuestarias del año 2000. Se espera que la continuación del crecimiento económico sostenido previsto por la Comisión en el 2008 se plasmará en un incremento de los ingresos públicos y en una reducción de las ratios de gasto. Sin embargo, los saldos presupuestarios estructurales continúan estando por debajo de los fijados en los objetivos a medio plazo en muchos países, en algunos casos por un margen considerable. Por otra parte, existe una incertidumbre evidente en torno a la sostenibilidad de la favorable situación presupuestaria actual, en particular en lo que respecta a los ingresos. Los mayores ingresos fiscales también reflejan ingresos extraordinarios de fuentes que no están plenamente representadas en las bases impositivas convencionales, y pueden desaparecer en breve. Además, en la medida en que el aumento de los ingresos en relación con el PIB es atribuible al incremento de los ingresos procedentes de impuestos directos que pagan las empresas, no se puede suponer con seguridad que perdurarán, dado que esta categoría de ingresos es especialmente volátil. También en las demás categorías de ingresos resulta difícil saber hasta qué punto el aumento de ingresos es de carácter estructural o sólo transitorio. Los planes presupuestarios para el 2008 prevén que este incierto aumento de los ingresos puede traducirse en recortes impositivos y en un incremento del gasto, en lugar de dedicarse a la reducción del déficit y la deuda.

Por lo tanto, sería conveniente que, como lección aprendida de la experiencia, los gobiernos adopten una estrategia presupuestaria basada en la prudencia y no utilicen la pujanza actual observada en los ingresos públicos para introducir recortes impositivos o para aumentar el gasto sin financiación prevista. Aunque, en general, las rebajas de impuestos reducen las distorsiones y con el tiempo contribuyen a la eficiencia económica, los efectos de corto plazo pueden menoscabar la solidez de las finanzas públicas si tales medidas se aplican sin tomar debidamente en consideración la necesidad de disponer de márgenes de seguridad presupuestarios. Además de deteriorar las perspectivas de sostenibilidad fiscal, una actitud complaciente en épocas de bonanza económica aumenta la eventual necesidad de aplicar restricciones presupuestarias en fases económicas menos favorables.

LA NECESIDAD DE CUMPLIR EL MARCO FISCAL DE LA UE

Las políticas presupuestarias complacientes en tiempos de bonanza económica ponen en peligro no sólo la solidez de las finanzas públicas, sino que, a largo plazo, también la estabilidad macroeconómica. Las intenciones actuales en materia fiscal observadas en algunos países también plantean serias dudas acerca de su compromiso con el marco de política fiscal de la UE, concebido para promover unas finanzas públicas sostenibles y proclives al crecimiento en la Unión Económica y Monetaria. En el 2007, los ministros de Economía de la zona del euro reiteraron públicamente su compromiso con los objetivos de Pacto de Estabilidad y Crecimiento, particularmente con su aspecto preventivo, en dos ocasiones, y se comprometieron a adoptar medidas para reforzar su aplicación.

En primer lugar, en la reunión celebrada en Berlín el 20 de abril de 2007, los ministros de Economía de los países de la zona del euro se comprometieron a alcanzar situaciones presupuestarias estructurales saneadas con la mayor celeridad posible, y a más tardar en el 2010. En contraste con ese compromiso, los fondos dedicados al saneamiento estructural en los presupuestos del 2007 y el 2008 han sido decepcionantes en la mayor parte de los países con desequilibrios presupuestarios, previéndose la persistencia de desequilibrios presupuestarios, en algunos casos de magnitud considerable. De conformidad con las proyecciones actuales, es altamente cuestionable si los países realmente cumplirán el objetivo común acordado en Berlín, y las intenciones actuales en materia de política presupuestaria no proporcionan garantías a este respecto.

En segundo lugar, en octubre del 2007, el Consejo ECOFIN acordó adoptar una serie de medidas para mejorar la eficacia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en particular reforzando su aspecto preventivo. También confirmaron la necesidad de observar el valor de referencia de al menos el 0,5% del PIB por año para el saneamiento estructural establecido en el Pacto (véase recuadro 7).

Ahora es fundamental que todos los países cumplan íntegramente sus renovados compromisos políticos. Las discrepancias entre las promesas y las acciones políticas presupuestarias contribuyen a menoscabar la credibilidad de los compromisos fiscales en la UE y de su marco presupuestario. Transcurridos tan solo dos años desde la reforma del Pacto para adaptarlo más a las circunstancias específicas de cada país, la evolución actual resulta inquietante.

En estas circunstancias, el concepto de apoyo mutuo, fundamental para el correcto funcionamiento del marco fiscal de la UE, merece especial atención. Este apoyo puede ser proporcionado por los Estados miembros en el contexto del procedimiento de vigilancia y supervisión fiscal de la UE, particularmente en el debate sobre el programa de estabilidad o de convergencia de cada país. Los mensajes que deben transmitirse en estos debates serán más creíbles si se sustentan en referencias a políticas presupuestarias sólidas. A este respecto, los países que cumplen (o están próximos a cumplir) sus objetivos presupuestarios a medio plazo tienen ahora la oportunidad de mostrar cómo las políticas presupuestarias sólidas que cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento les ayudan a garantizar unas finanzas públicas saneadas y la estabilidad macroeconómica.

En los países con desequilibrios fiscales es necesario establecer objetivos presupuestarios más ambiciosos, con el fin de protegerse frente a perturbaciones inesperadas. La persistencia de unas perspectivas económicas favorables ofrece la oportunidad de dedicar los ingresos extraordinarios a lograr un saneamiento más rápido. La utilización de estos ingresos adicionales para aumentar el gasto o reducir los impuestos sin financiación prevista plantea el riesgo de que la situación de las finanzas públicas se deteriore rápidamente cuando terminen las condiciones favorables.

En la coyuntura actual, las finanzas públicas han de ser objeto de atento seguimiento, especialmente en aquellos países con desequilibrios significativos y con un margen de seguridad insuficiente en lo que respecta al valor de referencia del déficit. En términos de supervisión multilateral a escala europea, todos los instrumentos políticos disponibles deben ser utilizados, en caso necesario, para tal fin. El nuevo Tratado de la UE refuerza las competencias en materia de gobierno económico de la zona del euro, al mismo tiempo que confirma los procedimientos vigentes relacionados con los mecanismos de vigilancia presupuestaria (véase recuadro 8).

Recuadro 7

COMPROMISOS POLÍTICOS EN EL MARCO DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

La estabilidad económica y el crecimiento sostenible en el contexto de la Unión Económica y Monetaria dependen, entre otros factores, de la determinación de los Gobiernos de los Estados miembros de llevar a cabo políticas fiscales saneadas, objetivo que ha conducido a los Estados miembros a asumir recientemente importantes compromisos políticos en este sentido.

El 20 de abril de 2007, en sus orientaciones de primavera sobre las políticas presupuestarias, los ministros de finanzas y economía del Eurogrupo reafirmaron su adhesión a los principios de finanzas públicas saneadas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. Considerando que la zona del euro se encuentra en un período de bonanza económica, los miembros del Eurogrupo se comprometieron a aprovechar al máximo el crecimiento económico actual y los ingresos tributarios más elevados de lo previsto, para instrumentar políticas fiscales saneadas acordes con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los ministros confirmaron su compromiso de sanear activamente las finanzas públicas en tiempos de bonanza y de utilizar los eventuales ingresos extraordinarios para reducir la deuda y el déficit. Los Estados miembros que todavía no han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo deberán acelerar el avance en la reducción de la deuda y del déficit, a fin de lograr, al menos, el valor de referencia, es decir, una mejora anual, equivalente al 0,5% del PIB, de su saldo presupuestario, en términos estructurales. Los países de la zona del euro se comprometieron a lograr su objetivo presupuestario a medio plazo en el 2008 o el 2009, y en el 2010 en todos los casos. Por último, los países que han alcanzado su objetivo deberán evitar generar desequilibrios macroeconómicos, impidiendo una relajación de su política fiscal en las épocas de bonanza económica.

El 9 de octubre de 2007, el Consejo ECOFIN adoptó unas conclusiones sobre cómo incrementar la eficacia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estas conclusiones destacan que el Pacto debería aplicarse íntegramente y que los Estados miembros que todavía no han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo deberían acelerar el avance en la reducción de la deuda y del déficit y dedicar a este fin los ingresos que sean superiores a los previstos. Concretamente, las conclusiones del Consejo abogan por los compromisos siguientes:

- Una de las principales prioridades es garantizar el avance hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas, de conformidad con las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, para hacer frente al inminente impacto presupuestario del envejecimiento de la población. Los países que todavía no han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo deberán acelerar el avance en la reducción de la deuda y del déficit. En particular, como valor de referencia, los países que forman parte de la zona del euro o que participan en el MTC II deberán lograr una mejora anual, equivalente al 0,5% del PIB, de su saldo presupuestario ajustado en función del ciclo, tras deducir las medidas excepcionales y otras medidas de carácter temporal. Las medidas de ajuste deberán ser más contundentes en tiempos de bonanza económica.
- Los objetivos presupuestarios a medio plazo deberán tener más en cuenta la sostenibilidad fiscal a largo plazo, especialmente en lo que respecta al futuro impacto del envejecimiento de la población. A comienzos del 2008 se debatirán los criterios y modalidades según los cuales habrán de tomarse en consideración los pasivos implícitos de las finanzas públicas en la definición de los objetivos presupuestarios a medio plazo. En otoño del 2009 los Estados miembros presentarán nuevos objetivos presupuestarios a medio plazo en los programas de estabilidad y de convergencia actualizados, y se revisarán los objetivos cada cuatro años.

- Las reglas fiscales y las instituciones nacionales desempeñan un papel importante en la consecución de situaciones presupuestarias saneadas, y ello incluye los mecanismos de vigilancia. Los marcos fiscales multianuales basados en reglas pueden ayudar a cumplir los planes presupuestarios a medio plazo, entre otras cosas mediante el control del gasto. La aplicación a nivel nacional del marco de política fiscal de la UE se verá favorecida si los parlamentos nacionales se implican en lograr este objetivo.
- La evaluación periódica de las políticas fiscales nacionales deberá basarse en un análisis más exhaustivo de la situación macroeconómica general y en mejores herramientas para medir las situaciones presupuestarias subyacentes de los Estados miembros, especialmente a fin de evitar políticas fiscales procíclicas en períodos de bonanza. Si fuese necesario, los programas de estabilidad y de convergencia deberían incluir medidas adicionales para reducir la distancia entre los objetivos presupuestarios a medio plazo y las tendencias fiscales.

Es importante reforzar las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para garantizar que los objetivos presupuestarios a medio plazo puedan alcanzarse rápidamente y que se evite repetir el pasado error de reducir las medidas de saneamiento estructural en tiempos de bonanza económica. Así pues, el renovado compromiso y las correspondientes propuestas del Consejo ECOFIN reciben una acogida, en principio, favorable. Sin embargo, será necesario asegurarse de que las mejoras introducidas en el Pacto no compliquen demasiado su marco de aplicación, reduciendo la importancia de las reglas en que se basa.

Recuadro 8

EL TRATADO DE LISBOA

El 19 de octubre de 2007, los Jefes de Estado o de Gobierno de la UE alcanzaron un acuerdo sobre un nuevo Tratado que firmarán en Lisboa el 13 de diciembre de 2007. Posteriormente deberá ser ratificado por los 27 Estados miembros. Se prevé que el Tratado entre en vigor el 1 de enero de 2009 y, en cualquier caso, antes de las elecciones al Parlamento Europeo que se celebrarán en junio del 2009.

El nuevo Tratado modifica el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Tratado de la Unión Europea. Estos dos Tratados seguirán constituyendo la base del funcionamiento de la UE. El Tratado simplifica la estructura de la Unión Europea, que actualmente se sustenta en un «pilar» comunitario y en otros dos «pilares», política exterior y asuntos de interior. En el nuevo Tratado, estos pilares desaparecen y la Unión, que tendrá personalidad jurídica propia, sustituye y sucede a la Comunidad Europea. El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea pasará a denominarse Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

El 5 de julio de 2007, el BCE publicó un Dictamen¹ con motivo de la apertura de la conferencia intergubernamental (CIG) que elaboró el nuevo Tratado. En el Dictamen se aludía a varias innovaciones acordadas en el Tratado por el que se instituye una Constitución para Europa, firmada por los Jefes de Estado o de Gobierno de todos los Estados miembros, pero no ratificada². El 2 de agosto de 2007, el Presidente del BCE envió una carta a la Presidencia de la CIG³ con sugerencias acerca del primer borrador del nuevo Tratado en lo que respecta al BCE y al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

1 Dictamen del Banco Dictamen del Banco Central Europeo de 5 de julio de 2007, solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de la convocatoria de una conferencia intergubernamental que elabore un Tratado por el que se modifiquen los Tratados existentes (CON/2007/20), Diario Oficial n.º C 160 de 13/07/2007.

2 Este Tratado fue el tema de un artículo titulado «La Constitución Europea y el BCE», publicado en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

3 La carta puede consultarse en las direcciones de la CIG y el BCE en Internet.

Modificaciones de los Tratados

El nuevo Tratado introduce varias modificaciones en el marco institucional general de la UE. La primera es la instauración de un Presidente permanente del Consejo Europeo que será designado para un período de dos años y medio, renovable una sola vez. El Presidente asumirá la representación exterior de la UE y presidirá las reuniones del Consejo Europeo, que reúne a los Jefes de Estado o de Gobierno y al Presidente de la Comisión Europea y que se convertirá en una institución de la Unión.

Los servicios de política exterior de la UE quedan reforzados, al igual que el papel del Alto Representante del Consejo para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad. El Alto Representante será vicepresidente de la Comisión a cargo de las relaciones exteriores (lo que supone un mandato de cinco años) y, simultáneamente, presidirá el Consejo de Ministros de Asuntos Exteriores. El sistema actual de presidencias rotatorias se mantiene para las demás formaciones del Consejo de la UE. El Alto Representante contará con el apoyo de un nuevo servicio europeo de representación exterior, que estará compuesto por personal procedente del ámbito de relaciones exteriores de la Comisión y del Consejo, y que trabajará en colaboración con los servicios diplomáticos de los Estados miembros.

La Comisión reducirá su tamaño: A partir del 2014, el número de Comisarios se reducirá de 27 a un número correspondiente a los dos tercios del número de Estados miembros (incluidos el Presidente de la Comisión y el Alto Representante), elegidos con arreglo a un sistema de rotación igualitario. El Parlamento Europeo intervendrá en más áreas legislativas, y verá reducido su número de miembros a 751. El procedimiento de «codecisión» entre el Consejo y el Parlamento Europeo se convierte en el procedimiento legislativo ordinario.

En lo que respecta al Consejo, se modifica la definición de mayoría cualificada mediante la introducción del sistema denominado «de mayoría doble», que será preceptivo a partir del año 2017. Esto significa que, en general, el Consejo aprobará cualquier medida que cuente con el apoyo del 55% de los Estados miembros que representen como mínimo al 65% de la población de la UE. Además, se ampliará el número de áreas en las que las decisiones del Consejo se adopten por mayoría cualificada.

Entre otras innovaciones se incluyen las siguientes: participación de los parlamentos nacionales en el control de la aplicación del principio de subsidiariedad, introducción de una «cláusula de salida» que permite a los Estados miembros retirarse de la UE de forma ordenada, y una referencia a los criterios de Copenhague del Consejo Europeo para la ampliación de la UE. Además, la Carta de Derechos Fundamentales de la UE pasa a ser vinculante, aunque con algunas excepciones posibles en su aplicación. Por último, se facilita el uso del mecanismo de «cooperación reforzada», que permite el desarrollo de determinadas políticas por parte de la UE cuando algunos Estados miembros, pero no todos, quieran actuar.

Modificaciones de los Tratados de particular relevancia para la Unión Económica y Monetaria

El nuevo Tratado no introduce modificaciones importantes en las disposiciones de los Tratados actuales en materia de política económica y monetaria.

El nuevo Tratado introduce una lista de objetivos para la Unión. La estabilidad de precios ya es el objetivo prioritario del BCE y el SEBC, y ahora se incluye en los objetivos de la UE en este ámbito, entre los que se encuentra el «desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de precios». Otro objetivo de la UE es establecer «una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro».

El BCE, que actualmente es un órgano comunitario *sui generis*, recibe el estatuto de institución de la Unión. En este contexto, el BCE consideraba indispensable que se preservaran las especiales características institucionales del BCE y del Eurosistema/SEBC. Estas características especiales, que incluyen todos los aspectos relacionados con la independencia del BCE, sus facultades reguladoras y su personalidad jurídica, son esenciales para la realización con éxito de las funciones del Eurosistema. El nuevo Tratado respeta plenamente todas estas características especiales.

Se introduce el término «Eurosistema» en los Tratados, que alude al BCE y a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro, diferenciándolo del término «SEBC», que se refiere al BCE y a los bancos centrales nacionales de todos los Estados miembros de la UE. Aparte de esta modificación de carácter técnico, no se introducen cambios en el ámbito de los criterios de convergencia, de la supervisión prudencial o de la política cambiaria. El nuevo Tratado modifica el lenguaje utilizado en lo que se refiere a la representación exterior de la zona del euro en el contexto de la arquitectura financiera internacional. El nuevo texto aclara la situación actual pero no modifica la asignación de responsabilidades en lo que respecta a la política económica y la política monetaria. Cabe destacar que el nuevo Tratado introduce por primera vez el concepto de «representación única».

De conformidad con el nuevo Tratado, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE serán designados por mayoría cualificada del Consejo Europeo, mientras que actualmente se requiere el consenso de los Gobiernos de los Estados miembros.

El nuevo Tratado también introduce varias innovaciones en el ámbito del gobierno económico, entre las que se incluyen el reconocimiento del «Eurogrupo», que conserva su actual estatuto de órgano informal. Su Presidente ocupará el cargo por un período de dos años y medio. Además, se reforzará el papel de los países de la zona del euro. Una nueva disposición les permite adoptar, por mayoría cualificada, nuevas medidas para impulsar la coordinación y la vigilancia de su disciplina presupuestaria y establecer orientaciones específicas de política económica para los países miembros de la zona del euro. Cuando el Tratado entre en vigor, las decisiones sobre incumplimiento de los países de la zona del euro que son objeto de un procedimiento de déficit excesivo y las orientaciones generales de política económica únicamente serán adoptadas por los países de la zona y sin intervención del Estado miembro afectado. Por último, los países pertenecientes a la zona del euro formularán una recomendación sobre si un país puede adoptar el euro. Por consiguiente, aunque la decisión final sobre la introducción del euro en un Estado miembro sea adoptada por todo el Consejo, se tendrá en cuenta la opinión de los países de la zona del euro. Esto no modifica el procedimiento actual en lo que respecta a los informes de convergencia que preparan el BCE y la Comisión, y a la propuesta que realiza la Comisión.

De este modo, aunque el nuevo Tratado apenas modifica la Unión Económica y Monetaria (UEM), sí introduce algunos cambios relevantes. El Tratado reconoce algunas realidades y refuerza la UEM en diversos aspectos, como la introducción de avances en los mecanismos para un gobierno económico de la zona del euro más diferenciado y el potencial para lograr nuevas mejoras.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de noviembre de 2007, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento anual del PIB real se situará, en promedio, entre el 2,4% y el 2,8% en el 2007, entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008, y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2009. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará en un intervalo comprendido entre el 2,0% y el 2,2% en el 2007, entre el 2,0% y el 3,0% en el 2008 y entre el 1,2% y el 2,4% en el 2009.

Recuadro 9

SUPUESTOS TÉCNICOS

Las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo y las políticas fiscales.

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de noviembre de 2007. Por lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo medidos por el EURIBOR a tres meses, las expectativas del mercado se derivan de los tipos de interés a plazo, implícitos en la curva de rendimiento en la fecha de cierre de los datos. Esto implica un nivel medio del 4,9% en el cuarto trimestre del 2007, seguido de un descenso hasta un nivel medio del 4,5% en el 2008, y hasta el 4,3% en el 2009. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un perfil plano en torno al nivel del 4,3% de mediados de noviembre. El escenario de referencia también incluye el supuesto de que los diferenciales de los préstamos bancarios se incrementarán ligeramente durante el período considerado en las proyecciones, como reflejo del actual aumento de la percepción del riesgo en los mercados financieros. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 72,6 dólares estadounidenses por barril en el 2007, 88,6 en el 2008 y 83,7 en el 2009. Se considera que los precios medios anuales en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 18,1% en el 2007, en un 8,9% en el 2008 y en un 4,5% en el 2009.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,46 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2007 un 3,8% superior a la media del 2006 y en el 2008 y en el 2009 un 2,6% superior a la media del 2007.

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

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias. Sin embargo, debido a la evolución de los mercados financieros, el grado de incertidumbre que rodea actualmente a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.

ENTORNO INTERNACIONAL

Se espera que el crecimiento del entorno exterior de la zona del euro registre una moderación durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones, aunque manteniendo su vigor, debido principalmente a la continuada fortaleza de la expansión de los mercados emergentes, que están reemplazando en parte a Estados Unidos en cuanto motor principal del crecimiento mundial.

En conjunto, se considera que el crecimiento anual del PIB real mundial excluyendo la zona del euro se situará, en promedio, en torno al 5,6% en el 2007 y al 5,2% en el 2008 y en el 2009. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situará alrededor del 6,0% en el 2007 y se proyecta que será del 6,9% en el 2008 y del 7,1% en el 2009.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el tercer trimestre del 2007 en el 0,7%, frente al 0,3% registrado en el segundo trimestre de este año. Se proyecta que el PIB real registre unas tasas de crecimiento, en términos intertrimestrales, de en torno al 0,5% durante el horizonte temporal considerado. En este contexto, el crecimiento anual del PIB real se situará, en promedio, en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,8% en el 2007, entre el 1,5% y el 2,5% en el 2008 y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2009.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, el consumo privado debería crecer en línea con la evolución de la renta real disponible, reflejando a grandes rasgos la trayectoria prevista de del crecimiento del empleo y de los salarios reales. Durante el horizonte temporal de las proyecciones, se espera que la tasa de ahorro se mantenga, en líneas generales, constante y que el consumo público aumente moderadamente.

Se estima que la inversión empresarial se ralentizará ligeramente como consecuencia del debilitamiento de la demanda y de las perspectivas de beneficio debidos al descenso del crecimiento mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación. En particular, se espera una moderación del crecimiento de la inversión privada en vivienda, como reflejo de una normalización del mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. En general, las proyecciones indican que la tasa media de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo se situará entre el 4,0% y el 5,0% en el 2007, entre el 0,9% y el 3,9% en el 2008 y entre el 0,7% y el 3,9% en el 2009.

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2006	2007	2008	2009
IAPC	2,2	2,0-2,2	2,0-3,0	1,2-2,4
PIB real	2,9	2,4-2,8	1,5-2,5	1,6-2,6
Consumo privado	1,9	1,4-1,8	1,4-2,4	1,2-2,8
Consumo público	1,9	1,4-2,6	1,1-2,1	1,0-2,0
Formación bruta de capital fijo	5,2	4,0-5,0	0,9-3,9	0,7-3,9
Exportaciones (bienes y servicios)	8,0	4,6-7,4	3,5-6,7	3,9-7,1
Importaciones (bienes y servicios)	7,6	4,0-6,6	3,3-6,7	3,6-7,0

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

2) Las cifras incluyen a Eslovenia desde el 2006, a excepción de las relativas al IAPC, que sólo incluyen a dicho país desde el 2007. Desde septiembre del 2007, las proyecciones incluyen a Chipre y a Malta como parte integrante de la zona del euro en los intervalos previstos desde el 2008 en adelante. Las tasas de variación anual para el 2008 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Chipre y a Malta en el 2007 y en el 2008. Las participaciones de Chipre, Malta y Eslovenia en el PIB de la zona del euro se sitúan en torno al 0,2%, al 0,1% y al 0,3%, respectivamente.

El crecimiento de las exportaciones seguirá impulsando la actividad económica, aunque se proyecta que las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro disminuyan ligeramente, debido al incremento de la competencia mundial y pérdidas de competitividad en términos de precios. Es previsible que la tasa media de variación anual de las importaciones totales sea ligeramente inferior a la de las exportaciones, lo que se traduciría en una contribución ligeramente positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real durante el período abarcado por las proyecciones.

Se espera que continúe la tendencia favorable de los mercados de trabajo. Las proyecciones indican que el crecimiento total del empleo experimentará una moderación en el 2008, en línea con la trayectoria esperada de la actividad económica. Se prevé que la oferta de trabajo aumentará como resultado de la mejora de las perspectivas de empleo y de las reformas de los mercados de trabajo llevadas a cabo en varios países de la zona del euro. La tasa de desempleo seguiría descendiendo a lo largo del período contemplado.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Desde agosto del 2007, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC han aumentado significativamente, debido, principalmente, al incremento de las presiones generadas por los precios de los alimentos y de la energía. De cara al futuro, las proyecciones de inflación siguen estando determinadas durante algún tiempo por dichas presiones. Se estima que las presiones externas sobre los precios seguirán siendo fuertes hasta mediados del 2008, considerando, sobre todo, la trayectoria esperada de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, en particular, la de los alimentos. Se prevé que en el 2008 y en el 2009 los precios administrados y los impuestos indirectos ejercerán un efecto al alza sobre la inflación medida por el IAPC, si bien en menor medida que en el 2007, en el que se ha registrado un significativo incremento del IVA alemán. Asimismo, las proyecciones se basan en la expectativa de que el crecimiento salarial del conjunto de la economía aumentará durante el 2008 y el 2009 en mayor medida que en años precedentes, aunque el crecimiento de la productividad del factor trabajo no experimentará un incremento notable durante el período abarcado por las proyecciones. No obstante, se espera que los efectos del incremento de los costes laborales unitarios sobre la inflación se vean amortiguados por el descenso del crecimiento de los márgenes. Como resultado de estos factores, se proyecta que la tasa media de variación del IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 2,0% y el 2,2% en el 2007, entre el 2,0% y el 3,0% en el 2008 y entre el 1,2% y el 2,4% en el 2009.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2007

Por lo que se refiere al crecimiento de PIB real, el intervalo proyectado para el 2007 se encuentra en la parte superior del intervalo indicado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre del 2007. El intervalo correspondiente al 2008 se ha ajustado a la baja, en consonancia con los efectos anticipados del aumento de los precios de la energía y de los alimentos y de un fortalecimiento del tipo de cambio del euro superior a lo previsto. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, los intervalos proyectados para el 2007 y para el 2008 se han corregido al alza, reflejando, principalmente, el supuesto de precios superiores de la energía y de los alimentos, en relación con las proyecciones de septiembre.

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de septiembre del 2007

(tasas medias de variación anuales)

	2006	2007	2008
PIB real - Septiembre 2007	2,9	2,2-2,8	1,8-2,8
PIB real - Diciembre 2007	2,9	2,4-2,8	1,5-2,5
IAPC - Septiembre 2007	2,2	1,9-2,1	1,5-2,5
IAPC - Diciembre 2007	2,2	2,0-2,2	2,0-3,0

Recuadro 10

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden y, por tanto, no están totalmente actualizadas. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de las materias primas. Finalmente, las previsiones presentan diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase cuadro).

Según las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situaría en un intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,6% en el 2007, entre el 1,9% y el 2,2% en el 2008 y entre el 2,0% y el 2,2% en el 2009. Las previsiones estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 2,0% y el 2,1% en el 2007, entre el 2,0% y el 2,5% en el 2008 y en el 2,0% en el 2009. Todas las previsiones se encuadran dentro de los intervalos previstos en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Comparación entre previsiones del crecimiento del PIB real y de la inflación medida por IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2007	2008	2009	2006	2007	2008
FMI	Oct 2007	2,5	2,1	n.d.	2,0	2,0	n.d.
Comisión Europea	Nov 2007	2,6	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0
OCDE	Dic 2007	2,6	1,9	2,0	2,1	2,5	2,0
Consensus Economics Forecasts	Nov 2007	2,6	2,0	n.d.	2,0	2,0	n.d.
Encuesta a expertos en previsión económica	Oct 2007	2,6	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Dic 2007	2,4-2,8	1,5-2,5	1,6-2,6	2,0-2,2	2,0-3,0	1,2-2,4

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2007 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, de octubre del 2007; Economic Outlook de la OCDE n.º 82, de diciembre del 2007 (edición preliminar); Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

La apreciación generalizada del euro ha continuado en los últimos meses, al tiempo que ha aumentado la percepción de riesgo con respecto a los mínimos históricos registrados en junio. El 5 de diciembre, el euro se situaba, en términos efectivos, un 5,8% por encima del nivel observado a principios del 2007.

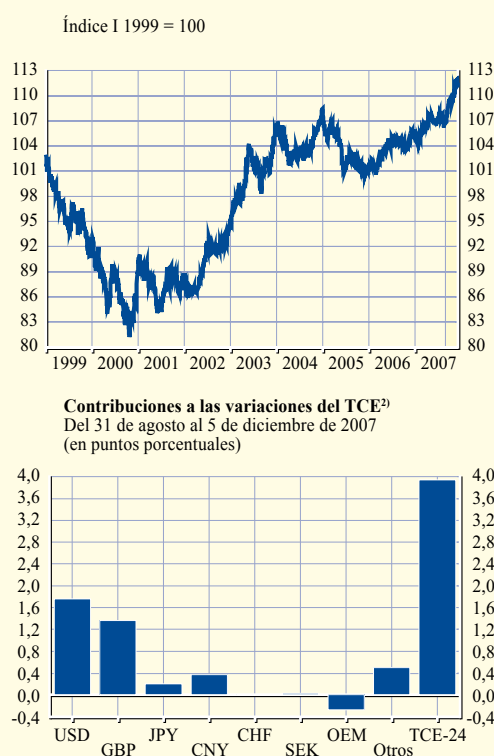
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

En conjunto, el euro se apreció significativamente durante el año 2007. Entre finales del 2006 y últimos de abril del 2007 se produjo una primera apreciación generalizada, como consecuencia, en parte, del cambio en la reevaluación, por los mercados, de la posición cíclica relativa de la zona del euro con respecto a sus principales socios comerciales. Posteriormente, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única cotizó, en gran medida, en intervalos estrechos hasta finales de agosto en un entorno de considerable volatilidad a corto plazo. Desde comienzos de septiembre, el euro comenzó a apreciarse de forma acusada, manteniéndose esta tendencia en los dos meses siguientes. El vigor que ha mostrado la moneda única en los últimos tres meses parece guardar relación con la turbulencia que ha afectado a los mercados mundiales de crédito y con las consiguientes expectativas de los mercados respecto a un incremento del diferencial de tipos de interés entre las dos principales áreas económicas. El 5 de diciembre de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 3,9% por encima del nivel de finales de agosto y un 5,8% por encima del observado a comienzos del año (véase gráfico 51).

La apreciación del euro en términos efectivos en los tres últimos meses ha sido más bien generalizada. El euro se ha apreciado significativamente frente al dólar estadounidense, la libra esterlina, el renminbi chino y algunas de las monedas asiáticas vinculadas con el dólar. Por el contrario, se ha debilitado frente al zloty polaco y la corona checa. Medido por los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, que se basan en la evolución de los precios de consumo y de los precios industriales, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en promedio, en noviembre del 2007 en un nivel de algo menos del 6% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 52).

Gráfico 51 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Fuente: BCE.

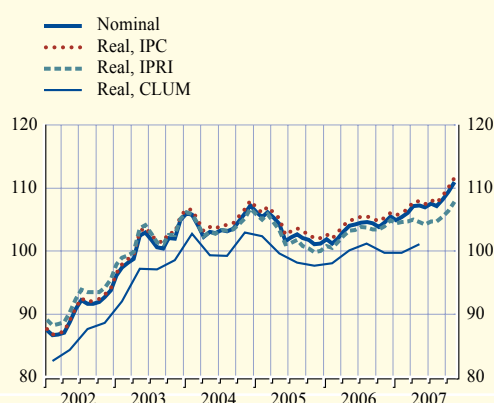
Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de agosto de 2007 y el 5 de diciembre de 2007.

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

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

Gráfico 52 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

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

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

La evolución del euro frente al dólar estadounidense se ha seguido una trayectoria bastante paralela a la del tipo de cambio efectivo nominal del euro en los últimos meses. Tras un período de apreciación frente a la moneda estadounidense, que duró hasta finales de abril, el euro tendió a cotizar, en general, dentro de intervalos estrechos en un entorno de considerables fluctuaciones. Desde principios de septiembre, la inquietud respecto a la situación de liquidez de los mercados monetarios y de crédito mundiales, que ha dado lugar a un fuerte aumento de la aversión al riesgo entre los inversores y a la volatilidad de los mercados financieros, ha influido en el tipo de cambio del euro frente al dólar. De hecho, la volatilidad implícita del par de monedas dólar estadounidense/euro casi se ha duplicado con respecto al mínimo registrado a finales de junio. La publicación de datos poco alentadores en Estados Unidos, especialmente en lo referente al mercado de la vivienda y los indicadores generales de confianza, junto con las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento de Estados

Unidos, que han venido realizando los participantes en el mercado desde el verano, también ha afectado negativamente a la moneda estadounidense. El 5 de diciembre, el euro cotizaba a 1,47 dólares, es decir un 7,4% por encima del nivel observado a finales de agosto y alrededor de un 12% por encima del registrado a comienzos del 2007 (véase gráfico 53).

YEN JAPONÉS/EURO

A lo largo del 2007, el euro ha experimentado grandes fluctuaciones frente al yen japonés. En la primera parte del año, el euro continuó la apreciación frente a la moneda japonesa iniciada a mediados del 2005 hasta alcanzar un máximo de 168,68 yenes el 13 de julio. En los meses siguientes, el tipo de cambio entre el euro y el yen fluctuó ampliamente, como consecuencia, en general, de los cambios en la volatilidad de los mercados financieros. A su vez, esto influyó en la rentabilidad percibida de las actividades de *carry trade* en las que se ha utilizado activamente el yen como moneda de financiación. La intensificación de las tensiones en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense y su contagio a otros segmentos del mercado son un factor clave a la hora de explicar esta evolución. El 5 de diciembre, el euro cotizaba a 162,33 yenes, es decir, alrededor de un 2% por encima del nivel observado a finales de agosto y un 3,4% por encima del registrado a comienzos del 2007 (véase gráfico 53).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los once primeros meses del 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 54). La corona eslovaca, cuya paridad central se revaluó en marzo, continuó cotizando en la zona más fuerte de su nueva paridad central, a pesar de haber registrado cierta volatilidad. El 5 de diciembre, la moneda eslovaca cotizaba a 33,26 unidades por euro, es decir, un 6,2% por encima de su paridad central y un 1,3% por encima del nivel observado a finales de agosto. En los ocho primeros meses del 2007, el lats letón siguió cotizando en niveles próxi-

mos a la zona más fuerte de la banda de intervención de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente por el Latvijas Banka, a pesar del ligero aumento de la volatilidad observado en agosto. A comienzos de septiembre, tendió a debilitarse de nuevo frente al euro y se desplazó hacia la zona más débil de la banda de intervención, aunque posteriormente volvió a desplazarse hacia la zona más fuerte. El 5 de diciembre, el lats letón cotizaba medio punto porcentual por encima de su paridad central en el MTC II, prácticamente el mismo nivel que a finales de agosto.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de agosto y el 5 de diciembre el euro se apreció un 6,6% frente a la libra esterlina y un 8,6% frente al leu rumano, y se depreció un 5,4% y un 5,7% frente a la corona checa y frente al zloty polaco, respectivamente.

OTRAS MONEDAS

En general, entre finales de agosto y el 5 de diciembre, el euro prácticamente se mantuvo estable frente al franco suizo en torno a 1,65 francos por euro. No obstante, la moneda única se apreció inicialmente durante este período tras la tendencia al fortalecimiento observada desde mediados del 2006. A mediados de octubre del 2007, esta tendencia comenzó a revertirse en un contexto de mayor volatilidad, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro. Al parecer, la depreciación del euro frente al franco suizo tiene relación con una reversión general de las actividades de *carry trade*, que habrían perdido atractivo como resultado del aumento de la aversión al riesgo y la volatilidad.

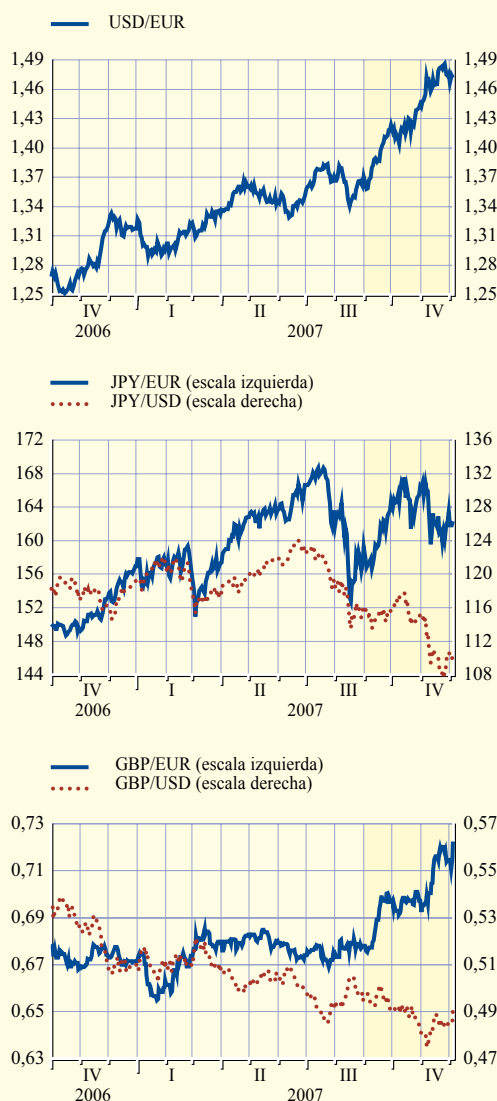
Entre finales de agosto y el 5 de diciembre, el euro se apreció un 1,6% frente a la corona noruega y, en mayor medida, frente a las monedas de los principales socios comerciales asiáticos (un 7,4% frente al dólar de Hong Kong, un 5,7% frente al won coreano, un 2% frente al dólar de Singapur y un 5,2% frente al renminbi chino).

7.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro, acumulada de doce meses, registró un superávit del 0,3% del PIB (26,6 mm de euros en cifras desestacionalizadas) en septiembre del 2007, frente al déficit del 0,3% del

Gráfico 53 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

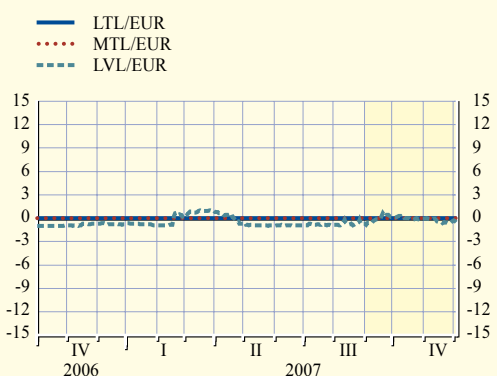
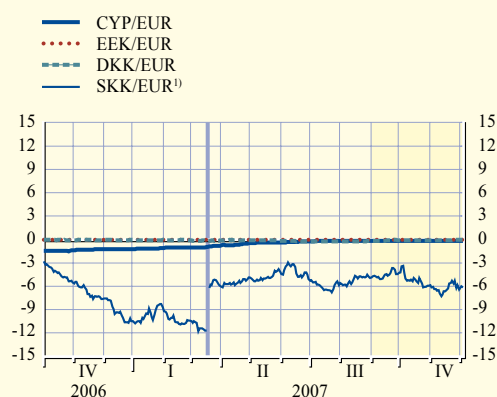


Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al periodo comprendido entre el 31 de agosto de 2007 y el 5 de diciembre de 2007.

Gráfico 54 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



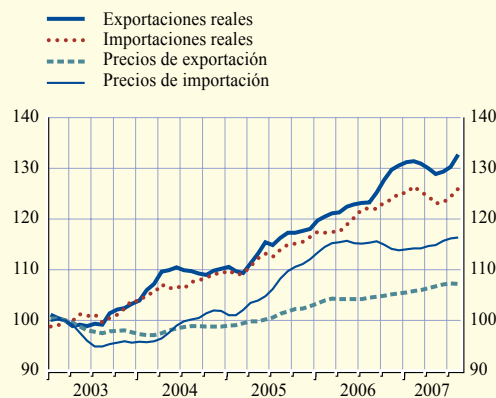
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 55 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 agosto del 2007.

PIB contabilizado un año antes (21,7 mm de euros). Esta variación tuvo su origen, principalmente, en un incremento del superávit de la balanza de bienes. La desagregación de las exportaciones de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta agosto del 2007, indica que las exportaciones de bienes en términos reales repuntaron tras haberse mantenido, en general, estables en el primer semestre del año. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró grandes entradas netas acumuladas por importe de 248,6 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta septiembre, en comparación con las salidas netas de 16,1 mm de euros contabilizadas un año antes.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

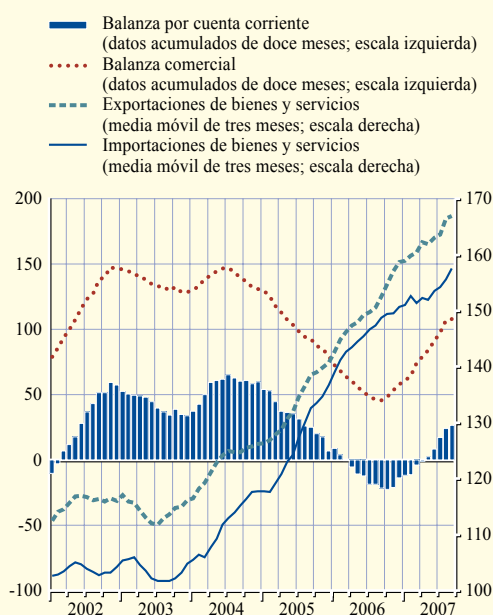
El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro registró, en términos nominales, un crecimiento más sólido en el tercer trimestre del 2007 que en el primer semestre del año. Las exportaciones nominales de bienes y servicios crecieron un

2,4% en el tercer trimestre (en términos de medias móviles intertrimestrales desestacionalizadas), frente a unas tasas de crecimiento del 1,6% en el segundo trimestre y del 1,1% en el primer trimestre (véanse cuadro 12 y gráfico 55). Las importaciones de bienes y servicios crecieron un 2,7% en el tercer trimestre, lo que representa un aumento con respecto al 1,4% del segundo trimestre y al 0,5% del primero.

La aceleración tuvo su origen, principalmente, en el comercio de bienes y es coherente con el aumento del crecimiento del PIB y de la demanda exterior de la zona del euro en el tercer trimestre. En este trimestre, las

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

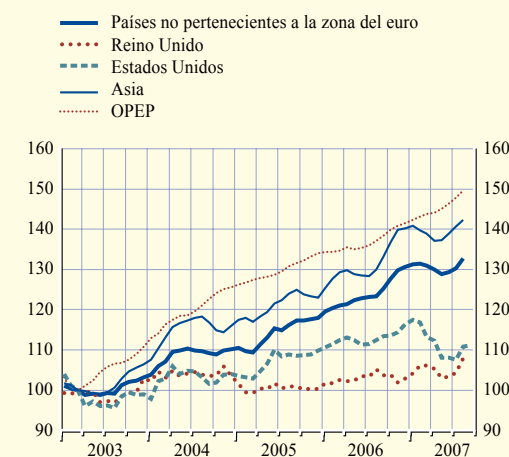
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 57 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto del 2007, excepto para Estados Unidos (septiembre del 2007).

exportaciones y las importaciones nominales de bienes se incrementaron un 3,2% y un 3,4%, respectivamente, tras haber registrado tasas de crecimiento mucho más bajas en la primera parte del año. La evolución observada en el sector de bienes se ha contrarrestado, en parte, con un comportamiento moderado del comercio de servicios. En términos nominales, las exportaciones de servicios disminuyeron un 0,2%, mientras que las importaciones se incrementaron en la misma cantidad, lo que representa una considerable caída con respecto a los valores más altos observados en los dos primeros trimestres (5,2% y 2,2% para las exportaciones y 2,6% y 3% para las importaciones en el primer y segundo trimestres, respectivamente).

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta agosto del 2007, indica que el sólido crecimiento de las exportaciones tuvo su origen, principalmente, en la evolución del comercio en términos reales. Tras un estancamiento en el primer semestre del año, las exportaciones reales se recuperaron en julio y en agosto del 2007 (véase gráfico 55). Al parecer, este dinamismo se ha observado después de que se produjera un repunte de la demanda exterior, que se inició en el segundo trimestre del 2007. Al mismo tiempo, los precios de exportación aumentaron moderadamente en el período transcurrido hasta agosto del 2007.

El crecimiento observado de las exportaciones de la zona del euro parece obedecer, en particular, a un incremento muy fuerte registrado en septiembre, impulsado en gran medida por las exportaciones alemanas. Por lo que se refiere a los productos, los aumentos reflejan, sobre todo, la evolución de los bienes intermedios y de consumo. La desagregación geográfica indica que los aumentos más acusados se han producido en los intercambios con los países productores de petróleo y Asia, en consonancia con las tendencias anteriores. Sin embargo, los aumentos también afectan al comercio con el Reino Unido y Estados Unidos. A diferencia de esta evolución más reciente, hasta el primer semestre del 2007, se observó una cierta atonía en el crecimiento de las exportaciones al Reino Unido, mientras que las exportaciones a Estados Unidos fueron negativas (véase gráfico 57).

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Ago	2007 Sep	2006 Dic	2007 Mar	2007 Jun	2007 Sep	2006 Sep	2007 Sep
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	4,5	0,6	0,8	2,6	2,5	3,0	-21,7	26,6
Bienes	7,7	3,7	5,2	5,1	5,7	5,7	9,3	65,1
Exportaciones	129,4	128,1	122,4	122,2	124,0	128,0	1.343,6	1.489,9
Importaciones	121,6	124,4	117,3	117,2	118,2	122,3	1.334,4	1.424,8
Servicios	4,2	3,4	2,9	3,9	3,8	3,6	36,3	42,7
Exportaciones	39,4	39,4	36,3	38,2	39,0	38,9	422,4	457,2
Importaciones	35,3	36,0	33,4	34,2	35,3	35,3	386,1	414,6
Rentas	-0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	0,1	9,5	-4,9
Transferencias corrientes	-7,0	-6,4	-7,2	-5,8	-6,0	-6,4	-76,7	-76,2
Cuenta financiera¹⁾	63,8	-3,7	-14,1	1,6	7,7	35,7	116,6	93,0
Total inversiones directas y de cartera netas	14,7	23,6	21,5	38,4	0,1	22,9	-16,1	248,6
Inversiones directas netas	-7,2	-22,6	-17,5	-4,9	-23,0	-9,9	-127,3	-165,9
Inversiones de cartera netas	21,9	46,2	39,0	43,3	23,2	32,8	111,2	414,5
Acciones y participaciones	-13,9	21,2	17,2	32,0	20,4	18,3	107,7	263,7
Valores distintos de acciones	35,8	25,0	21,8	11,3	2,7	14,4	3,6	150,8
Bonos y obligaciones	10,6	2,3	32,3	16,0	-2,0	-2,6	55,5	131,2
Instrumentos del mercado monetario	25,2	22,7	-10,5	-4,7	4,7	17,0	-52,0	19,7
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,6	-0,7	4,0	1,1	1,6	2,4	12,2	10,3
Importaciones	1,0	2,3	1,3	0,5	1,4	2,7	16,1	6,9
Bienes								
Exportaciones	2,3	-0,9	4,6	-0,2	1,4	3,2	13,0	10,9
Importaciones	0,7	2,3	1,1	-0,1	0,9	3,4	18,7	6,8
Servicios								
Exportaciones	3,8	-0,1	2,3	5,2	2,2	-0,2	9,5	8,2
Importaciones	1,7	2,1	2,0	2,6	3,0	0,2	8,0	7,4

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.

El acusado aumento en términos nominales de las importaciones de bienes en el tercer trimestre del 2007 parece deberse, en parte, al sólido crecimiento de la demanda interna y al repunte de la producción industrial en la zona del euro. La desagregación por volúmenes y precios del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro sugiere también que los precios de importación siguieron aumentando en los tres meses transcurridos hasta agosto, posiblemente como consecuencia de las fuertes subidas de los precios mundiales de las materias primas y, en menor medida, de la evolución de los precios de importación del sector manufacturero.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta septiembre registró un superávit de 26,6 mm de euros, frente al déficit de 21,7 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 56). Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en la evolución de la balanza de bienes que —en cifras acumuladas de doce meses— aumentó 55,8 mm de euros respecto al año anterior. Por el contrario, el aumento de la balanza de servicios fue más moderado, mientras que la balanza de rentas registró un pequeño déficit (4,9 mm de euros) frente al superávit del año anterior (9,5 mm de euros). La balanza de transferencias corrientes prácticamente no experimentó variaciones, contabilizando un déficit de 76,2 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

En el tercer trimestre del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales de 22,9 mm de euros, a diferencia del segundo trimestre del año, en el que los flujos se mantuvieron equilibrados. El aumento de la cifra total es atribuible, principalmente, al incremento de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones (cuadro 12).

Los datos sobre la cuenta financiera disponibles hasta septiembre del 2007 indican que las turbulencias observadas en los mercados de crédito y la consiguiente reevaluación del riesgo por parte de los inversores internacionales podrían haber afectado sólo de manera transitoria a las inversiones de cartera en la zona del euro procedentes del exterior. Al mismo tiempo, los residentes en la zona parecen haber mantenido una actitud cautelosa respecto a sus estrategias de inversión en el exterior.

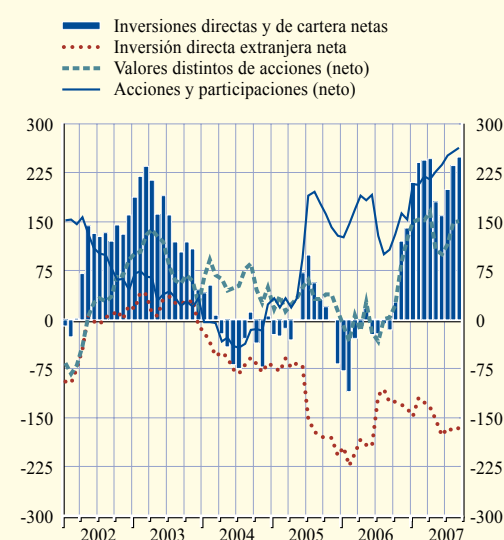
Desde una perspectiva de más largo plazo, las entradas netas acumuladas de inversiones directas y de cartera ascendieron a 248,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2007, frente a las salidas netas de 16,1 mm de euros contabilizadas un año antes. El cambio de dirección de los flujos netos de capital refleja un significativo aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (de 303,3 mm de euros) que, hasta cierto punto, se contrarrestó con un incremento de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 58).

La evolución de los flujos acumulados de inversiones de cartera en los últimos doce meses ha seguido estando determinada, principalmente, por el aumento de las entradas netas de acciones y participaciones y, en menor medida, de instrumentos de renta fija de la zona del euro (valores del mercado monetario, así como bonos y obligaciones). Las entradas netas de este tipo de instrumentos correspondieron casi en su totalidad al incremento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por no residentes. Por el contrario, el aumento de las entradas netas de acciones y participaciones fue atribuible tanto al incremento de las inversiones extranjeras en valores de renta variable de la zona del euro como al descenso de las compras netas de valores extranjeros de este tipo por residentes en la zona. Esta evolución podría haberse visto favorecida por el positivo crecimiento de los beneficios relativos esperados de las empresas de la zona del euro.

La desagregación geográfica indica que el saldo vivo de inversiones directas en el exterior a finales del 2006, que ascendía a 3,1 billones de euros, tuvo su origen principalmente en las inversiones de la zona del euro en el Reino Unido (26%), Estados Unidos (20%), los centros financieros internacionales (11%), Suiza (10%) y los países que se han incorporado a la UE a partir del 2004 (7%). Las inversiones directas en Brasil, Rusia, India y China ascendieron, en conjunto, al 5% del total. El volumen de inversión directa extranjera en la zona del euro fue de 2,7 billones de euros, de los cuales el 38% corresponde al Reino Unido, el 24% a Estados Unidos, el 13% a los centros financieros extraterritoriales, el 8% a

Gráfico 58 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

Suiza y sólo el 1% a cada uno de los dos siguientes grupos: por un lado, los países que se han incorporado a la UE a partir del 2004 y, por otro, el llamado grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China).

Por lo que respecta al activo de las inversiones de cartera, las tenencias de valores extranjeros de la zona del euro correspondían, en gran medida, a valores emitidos en Estados Unidos (34%), Reino Unido (24%) y centros financieros extraterritoriales (12%). Las tenencias de valores emitidos en Brasil, Rusia, India y China representaban el 4% del total. Al mismo tiempo, la posición de inversión internacional de la zona del euro registró pasivos netos por importe de 1 billón de euros (alrededor del 12% del PIB de la zona del euro) a finales del 2006, frente a los 0,8 billones de euros contabilizados un año antes. Este aumento de la posición deudora neta se debió, principalmente, a revalorizaciones como resultado de fluctuaciones de los tipos de cambio (151,9 mm de euros) y a transacciones financieras netas (118 mm de euros).

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,5	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,7	3,08	3,86
2006 IV	6,8	8,7	9,0	-	11,2	16,5	3,59	3,86
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,3	3,82	4,08
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,5	4,07	4,42
III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,1	4,49	4,48
2007 Jun	6,1	9,5	11,0	11,1	10,8	19,3	4,15	4,66
Jul	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	20,7	4,22	4,63
Ago	6,7	10,5	11,6	11,5	11,2	20,5	4,54	4,43
Sep	6,0	10,2	11,3	11,7	11,0	19,2	4,74	4,37
Oct	6,5	11,2	12,3	.	11,2	.	4,69	4,40
Nov	.	.	.	.	.	.	4,64	4,26

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	19,9	47,9	-208,8	141,3	320,1	103,3	104,2	1,2441
2006	-3,7	23,0	-136,4	276,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2006 IV	21,0	16,9	-52,5	116,9	325,8	104,6	105,4	1,2887
2007 I	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,1	1,3106
II	1,2	20,3	-69,1	69,5	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	11,9	19,5	-29,7	98,3	340,5	107,6	108,2	1,3738
2007 Jun	13,9	11,3	-37,4	70,6	325,3	106,9	107,4	1,3419
Jul	5,7	9,4	0,1	30,2	328,8	107,6	108,1	1,3716
Ago	1,7	4,5	-7,2	21,9	330,4	107,1	107,7	1,3622
Sep	4,5	5,6	-22,6	46,2	340,5	108,2	108,8	1,3896
Oct	.	.	.	.	346,6	109,4	110,0	1,4227
Nov	.	.	.	.	.	111,0	111,6	1,4684

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en esta sección.

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2007 9 noviembre	2007 16 noviembre	2007 23 noviembre	2007 30 noviembre
Oro y derechos en oro	185.473	185.420	185.391	185.357
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	143.006	141.545	141.910	142.164
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.354	23.165	24.191	25.167
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.729	15.685	15.826	14.504
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	425.010	447.883	454.265	463.068
Operaciones principales de financiación	160.003	182.002	169.000	178.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	265.005	265.005	285.006	285.004
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	874	256	60
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	2	3	3
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	17.821	20.106	20.241	20.972
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	96.491	95.050	95.267	95.865
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.110	37.110	37.110	37.103
Otros activos	302.478	305.797	311.322	313.066
Total activo	1.248.472	1.271.761	1.285.523	1.297.266

2. Pasivo

	2007 9 noviembre	2007 16 noviembre	2007 23 noviembre	2007 30 noviembre
Billetes en circulación	642.123	640.622	639.283	645.697
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	191.088	215.273	194.998	203.794
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	190.806	215.070	194.758	203.522
Facilidad de depósito	270	192	216	267
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	12	11	24	5
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	168	170	169	137
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	53.415	53.351	81.545	75.096
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	26.797	27.257	28.305	28.748
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	182	901	311	240
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	18.795	16.358	18.268	19.443
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.398	5.398	5.398	5.398
Otros pasivos	110.545	112.468	117.280	118.744
Cuentas de revalorización	131.060	131.060	131.060	131.060
Capital y reservas	68.901	68.903	68.906	68.909
Total pasivo	1.248.472	1.271.761	1.285.523	1.297.266

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito		
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja		Variación		
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Nivel		Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7	
1999	1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
	11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
2001	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
	6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2002	6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
	7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
2003	6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
	6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2005	6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
	8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fuente: BCE.

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

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas^{1), 2)}

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2007 8 Ago	391.978	319	292.500	4,00	4,06	4,07	7
15	426.994	344	310.000	4,00	4,08	4,10	7
22	439.747	355	275.000	4,00	4,08	4,09	7
29	352.724	320	210.000	4,00	4,08	4,09	7
5 Sep	426.352	356	256.000	4,00	4,15	4,19	7
12	406.119	381	269.000	4,00	4,14	4,17	7
19	356.281	371	155.000	4,00	4,15	4,16	7
26	368.995	378	190.000	4,00	4,27	4,29	7
3 Oct	298.721	316	163.000	4,00	4,14	4,16	7
10	322.684	342	218.000	4,00	4,12	4,16	7
17	283.439	349	171.000	4,00	4,11	4,14	7
24	304.089	348	182.000	4,00	4,11	4,14	7
31	287.241	308	170.000	4,00	4,14	4,16	7
7 Nov	275.580	300	160.000	4,00	4,14	4,15	7
14	280.458	298	182.000	4,00	4,15	4,16	7
21	277.051	299	169.000	4,00	4,17	4,19	7
28	257.966	283	178.000	4,00	4,18	4,20	7
5 Dic	253.519	273	163.000	4,00	4,18	4,20	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2007 1 Mar	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 Abr	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
28 Jun	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	91
26 Jul	78.703	144	50.000	-	4,20	4,20	98
24 Ago	125.787	146	40.000	-	4,49	4,61	91
30	119.755	168	50.000	-	4,56	4,62	91
13 Sep	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84
1 Nov	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91
23	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 12 Dic	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
2007 13 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1
17 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1
14 May	Captación de depósitos a plazo fijo	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1
12 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	12.960	11	6.000	3,75	-	-	-	1
10 Jul	Operaciones temporales	17.385	18	2.500	-	4,00	4,06	4,07	1
9 Ago	Operaciones temporales	94.841	49	94.841	4,00	-	-	-	1
10	Operaciones temporales	110.035	62	61.050	-	4,00	4,05	4,08	3
13	Operaciones temporales	84.452	59	47.665	-	4,00	4,06	4,07	1
14	Operaciones temporales	45.967	41	7.700	-	4,00	4,07	4,07	1
6 Sep	Operaciones temporales	90.895	46	42.245	-	4,00	4,06	4,13	1
11	Captación de depósitos a plazo fijo	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1
9 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	40.235	18	24.500	4,00	-	-	-	1
12	Captación de depósitos a plazo fijo	40.080	22	30.000	4,00	-	-	-	5
13 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	27.750	10	27.750	4,00	-	-	-	

Fuente: BCE.

1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.

2) 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.

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.

4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8
2007 Abr	16.456,1	8.764,2	677,6	2.021,0	1.387,2	3.606,1
May	16.718,7	8.886,3	701,9	2.044,3	1.439,8	3.646,4
Jun	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1
Jul	16.822,3	8.955,9	694,0	2.089,3	1.392,1	3.690,9
Ago	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5
Sep	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 I	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
II	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
2007 10 Jul	188,3	189,6	1,2	0,0	4,06
7 Ago	191,3	192,0	0,7	0,0	4,06
11 Sep	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
9 Oct	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 Nov	193,7	194,4	0,7	0,0	4,12
11 Dic	195,9	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 II	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
2007 10 Jul	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2
7 Ago	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1
11 Sep	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
9 Oct	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3
13 Nov	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	5,1	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 I	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
II	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
2007 Jul	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
Ago	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
Sep	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
Oct ^(p)	1.781,8	800,2	17,8	0,6	781,8	262,3	220,4	2,2	39,8	-	17,9	378,1	15,6	307,6
IFM, excluido el Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 I	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
II	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,6	3.759,0	1.281,7	761,2	1.716,1	96,6	1.273,9	4.888,9	201,7	2.070,9
2007 Jul	28.140,3	15.881,4	799,7	9.809,8	5.271,9	3.774,4	1.257,7	777,0	1.739,7	97,1	1.260,1	4.928,0	198,2	2.001,2
Ago	28.161,5	15.964,3	793,1	9.848,9	5.322,3	3.741,9	1.228,5	780,4	1.733,0	95,5	1.248,4	4.917,6	198,4	1.995,4
Sep	28.481,1	16.160,8	793,2	9.945,5	5.422,1	3.747,5	1.214,5	804,0	1.728,9	95,6	1.255,9	4.879,7	203,0	2.138,6
Oct ^(p)	29.141,3	16.566,0	943,6	10.045,1	5.577,3	3.811,6	1.214,3	862,9	1.734,4	98,5	1.307,5	4.984,9	216,5	2.156,1

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 I	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
II	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
2007 Jul	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
Ago	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
Sep	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
Oct ^(p)	1.781,8	661,9	561,6	54,9	22,9	483,8	-	0,1	228,7	39,6	289,9
IFM, excluido el Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 I	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
II	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,4	1.551,2	4.451,8	2.723,2
2007 Jul	28.140,3	-	14.038,8	126,8	8.324,5	5.587,6	809,7	4.549,1	1.568,4	4.498,5	2.675,9
Ago	28.161,5	-	14.042,7	120,6	8.319,4	5.602,6	801,7	4.576,4	1.567,7	4.539,2	2.633,8
Sep	28.481,1	-	14.241,4	144,2	8.403,8	5.693,4	776,7	4.574,4	1.583,6	4.525,9	2.779,1
Oct ^(p)	29.141,3	-	14.613,4	129,3	8.625,4	5.858,7	782,4	4.646,5	1.637,6	4.630,0	2.831,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
II	21.414,0	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,3	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
2007 Jul	21.462,9	10.627,9	817,4	9.810,4	2.253,7	1.474,6	779,2	865,9	5.285,5	213,8	2.216,1
Ago	21.453,4	10.660,4	810,9	9.849,5	2.228,5	1.446,0	782,5	854,2	5.278,2	214,0	2.218,2
Sep	21.705,0	10.757,1	811,0	9.946,1	2.240,1	1.433,8	806,2	856,7	5.248,4	218,6	2.384,1
Oct ^(p)	22.211,5	11.007,1	961,4	10.045,7	2.299,8	1.434,7	865,1	894,2	5.363,0	232,1	2.415,4
	Operaciones										
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.997,9	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	801,7	6,4	203,5
2007 I	884,6	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
II	788,0	282,0	-5,4	287,4	84,4	11,0	73,4	16,7	222,3	3,2	179,4
2007 Jul	77,8	101,7	1,4	100,3	-4,0	-20,6	16,6	-10,6	64,2	-3,3	-70,2
Ago	-12,5	32,9	-6,6	39,5	-25,9	-29,7	3,8	-10,5	-11,0	0,1	1,9
Sep	326,6	108,9	0,3	108,6	13,6	-11,3	24,8	1,9	32,4	4,6	165,2
Oct ^(p)	327,1	78,2	-3,7	81,9	53,3	5,2	48,1	26,6	148,2	4,7	16,2

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	157,9	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 I	20.649,7	588,4	183,8	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
II	21.414,0	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.773,1	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,1
2007 Jul	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,4	2.920,8	7,7
Ago	21.453,4	610,5	173,6	8.336,9	706,1	2.807,0	1.368,3	4.586,1	2.884,2	-19,3
Sep	21.705,0	610,4	196,0	8.422,9	681,0	2.807,6	1.389,5	4.574,2	3.047,5	-24,0
Oct ^(p)	22.211,5	613,5	184,2	8.648,2	683,9	2.872,4	1.435,0	4.669,5	3.121,3	-16,6
Operaciones										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,9	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,2	601,6	253,2	45,4
2007 I	884,6	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	38,9	292,5	196,8	6,9
II	788,0	16,5	37,2	225,1	30,5	70,8	2,4	230,5	183,4	-8,4
2007 Jul	77,8	8,0	-41,5	47,1	14,4	4,7	19,7	58,4	-48,8	15,8
Ago	-12,5	-2,3	-6,5	-10,3	-6,9	31,8	3,8	40,4	-34,8	-27,7
Sep	326,6	-0,1	22,4	98,6	-25,9	18,6	16,2	53,8	137,6	5,4
Oct ^(p)	327,1	3,1	-16,5	75,6	13,2	20,3	9,9	125,5	78,4	17,6

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

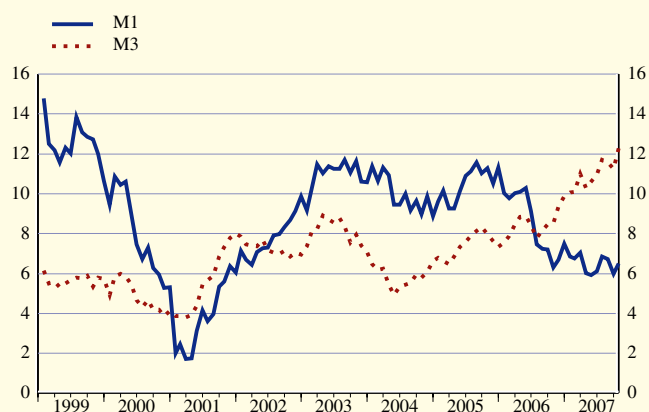
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
			M2	M3-M2						Préstamos	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	636,8
2007 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9
II	3.785,1	3.170,7	6.955,8	1.228,4	8.184,2	-	5.728,1	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,3
2007 Jul	3.805,4	3.228,3	7.033,8	1.235,5	8.269,3	-	5.765,6	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,5
Ago	3.825,2	3.273,7	7.098,9	1.243,1	8.342,0	-	5.795,4	2.265,6	11.553,0	9.888,8	696,1
Sep	3.817,3	3.316,3	7.133,6	1.259,9	8.393,5	-	5.790,6	2.253,4	11.642,8	9.955,0	669,3
Oct ^(p)	3.838,3	3.420,7	7.259,1	1.271,4	8.530,4	-	5.896,0	2.400,8	11.838,2	10.063,2	677,6
	Operaciones										
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	400,8	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	127,0
II	37,7	108,0	145,7	32,1	177,8	-	123,8	-0,1	354,8	255,5	-27,0
2007 Jul	21,0	58,8	79,8	7,8	87,6	-	42,3	-11,8	119,5	101,4	3,1
Ago	19,4	45,1	64,5	10,4	74,9	-	26,8	-21,9	118,3	106,4	-32,7
Sep	-5,1	47,0	41,9	19,8	61,7	-	9,9	-11,2	102,3	78,2	-30,4
Oct ^(p)	22,4	73,5	95,9	20,4	116,3	-	22,7	-2,8	155,9	90,4	11,8
	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	339,6
Jun	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	270,0
2007 Jul	6,8	15,0	10,4	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	270,8
Ago	6,7	15,3	10,5	17,9	11,6	11,5	9,2	-4,1	11,8	11,2	242,6
Sep	6,0	15,4	10,2	17,9	11,3	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	204,4
Oct ^(p)	6,5	17,0	11,2	18,9	12,3	.	8,4	-4,1	12,2	11,2	200,3

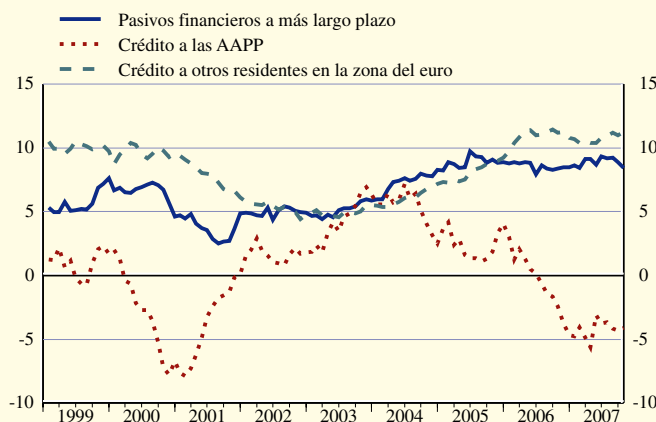
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

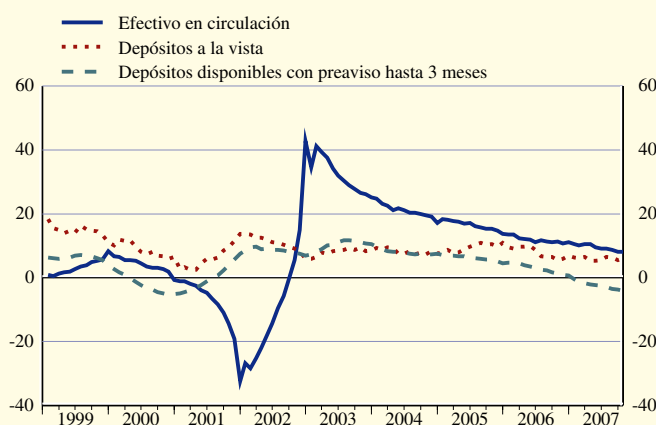
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,6	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
II	599,2	3.186,0	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	242,8	2.522,3	109,4	1.748,6	1.347,7
2007 Jul	604,7	3.200,8	1.709,4	1.518,9	290,6	704,8	240,1	2.527,8	110,7	1.764,6	1.362,4
Ago	608,2	3.217,0	1.762,9	1.510,8	287,2	695,4	260,5	2.549,7	111,1	1.767,8	1.366,8
Sep	610,6	3.206,7	1.807,8	1.508,5	298,0	679,9	282,0	2.525,6	113,0	1.769,8	1.382,2
Oct ^(p)	617,8	3.220,5	1.883,4	1.537,3	288,7	684,5	298,2	2.564,5	120,6	1.780,4	1.430,5
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,4
2007 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,6
II	7,0	30,6	118,5	-10,5	3,4	28,3	0,4	62,7	1,7	52,9	6,5
2007 Jul	5,5	15,5	65,4	-6,6	5,6	5,2	-2,9	9,5	1,2	16,5	15,1
Ago	3,6	15,9	53,2	-8,2	-3,5	-9,8	23,7	17,4	0,5	2,9	6,1
Sep	2,4	-7,5	49,1	-2,1	14,2	-16,3	21,9	-6,5	1,9	4,0	10,5
Oct ^(p)	7,2	15,2	84,0	-10,5	-9,3	14,9	14,8	-4,0	0,8	13,2	12,8
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
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,2	11,0	17,6	9,6	5,4
2007 Jul	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,6	17,0	9,9	5,2
Ago	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	44,9	10,7	15,4	9,5	5,9
Sep	8,2	5,6	38,2	-3,6	11,7	9,5	55,5	9,9	15,1	9,0	6,4
Oct ^(p)	8,1	6,2	41,8	-4,2	12,8	11,4	50,6	8,8	13,8	8,9	6,8

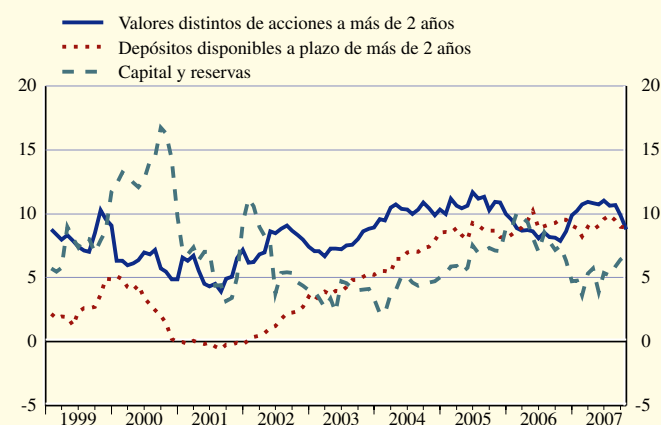
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

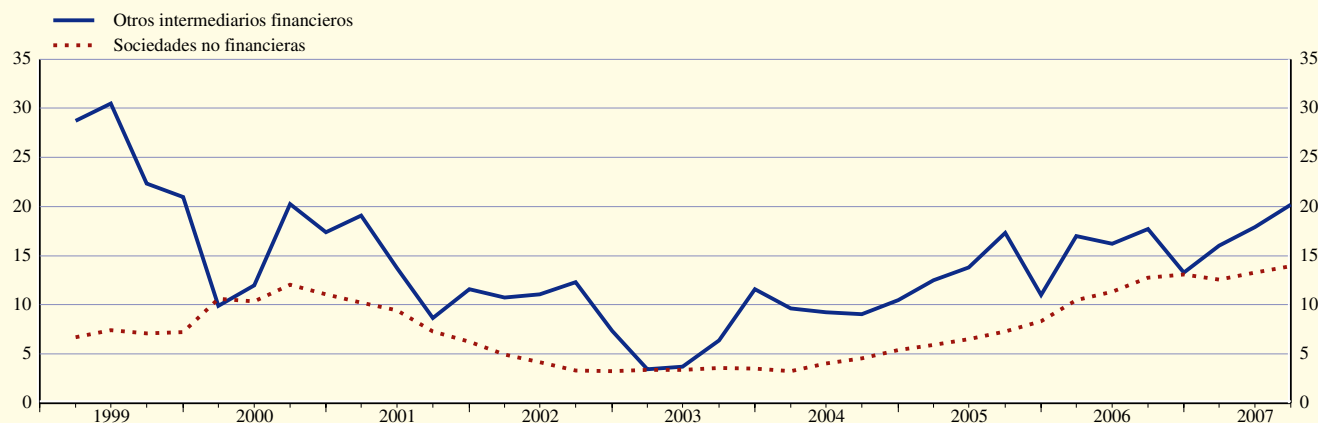
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Hasta 1 año		Hasta 1 año					
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 I	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,4	1.172,1	738,8	2.046,5
II	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,9	1.223,3	777,1	2.107,5
2007 Jul	111,5	84,7	813,2	506,0	4.168,9	1.241,1	791,7	2.136,2
Ago	110,6	85,4	821,0	506,8	4.186,8	1.230,4	803,0	2.153,3
Sep	111,9	87,9	851,1	532,7	4.230,8	1.252,7	811,1	2.167,0
Oct ^(p)	115,5	90,4	884,5	527,3	4.273,5	1.250,6	829,2	2.193,6
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 I	15,8	16,6	71,1	67,9	105,6	31,2	29,5	44,9
II	12,0	11,8	29,0	13,9	161,0	57,8	40,0	63,3
2007 Jul	1,1	1,2	12,3	5,1	61,8	17,7	14,7	29,4
Ago	-0,9	0,8	8,7	1,4	17,2	-11,4	11,4	17,2
Sep	1,4	2,5	33,9	28,3	49,5	24,0	9,5	15,9
Oct ^(p)	3,6	2,5	15,5	-4,3	41,0	-1,3	17,7	24,6
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Mar	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
Jun	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
2007 Jul	24,0	31,9	20,6	24,4	13,6	11,5	19,4	12,8
Ago	27,9	39,9	19,7	22,3	14,2	12,9	20,4	12,8
Sep	25,5	40,2	20,2	22,7	13,9	13,0	19,9	12,4
Oct ^(p)	30,1	46,6	22,8	22,3	13,9	11,8	20,7	12,7

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

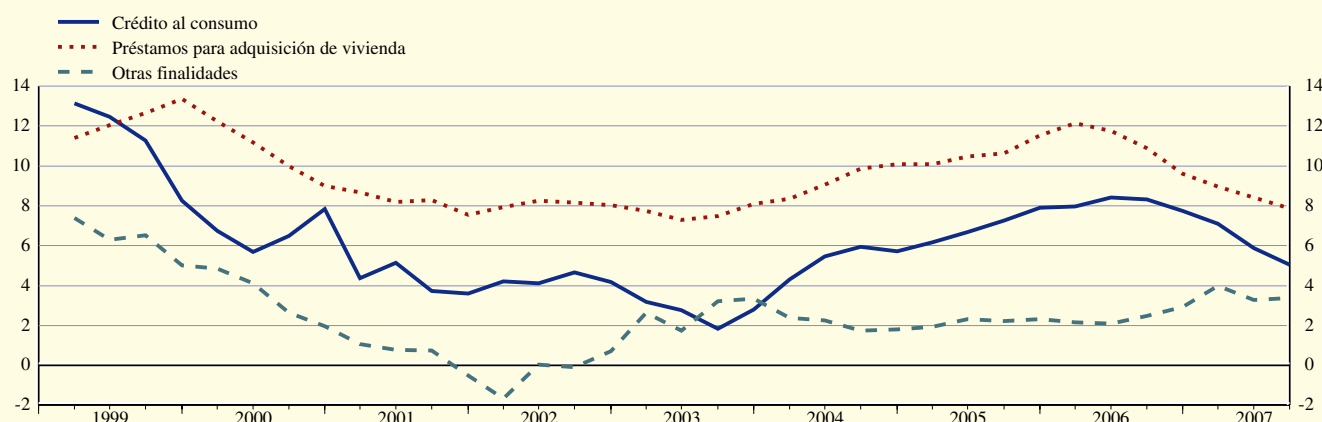
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 I	4.610,6	590,2	132,0	202,4	255,8	3.272,0	16,1	71,9	3.184,0	748,4	147,5	102,4	498,4
II	4.692,0	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,0	150,3	103,8	498,9
2007 Jul	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,0	146,5	104,3	500,2
Ago	4.730,5	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,1	15,8	73,1	3.285,2	750,4	144,2	104,4	501,8
Sep	4.751,6	606,9	134,4	204,3	268,1	3.392,3	16,3	73,5	3.302,6	752,4	146,9	104,3	501,2
Oct ^(p)	4.771,7	612,6	136,3	205,1	271,2	3.406,9	16,2	73,8	3.316,9	752,2	146,0	104,3	501,9
	Operaciones												
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 I	69,8	2,1	-3,2	-0,6	5,9	58,9	0,6	0,2	58,1	8,8	0,7	0,7	7,4
II	85,3	13,4	3,1	2,5	7,9	66,0	0,3	0,8	64,9	5,8	2,9	1,9	1,1
2007 Jul	25,1	4,2	1,2	0,4	2,6	22,5	-0,2	0,4	22,3	-1,5	-3,8	0,6	1,7
Ago	14,5	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,3	0,1	0,1	15,2	-0,5	-2,3	0,2	1,7
Sep	23,8	0,6	-0,4	0,1	1,0	19,5	0,5	0,4	18,7	3,7	3,0	0,3	0,5
Oct ^(p)	21,8	5,5	2,0	0,9	2,7	15,6	-0,1	0,3	15,3	0,7	-0,7	0,3	1,2
	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
Jun	7,2	5,9	4,4	0,6	11,2	8,4	11,0	4,6	8,5	3,3	0,6	5,3	3,7
2007 Jul	7,0	5,9	4,8	0,5	11,1	8,1	9,6	4,6	8,2	3,3	0,6	5,7	3,6
Ago	7,0	5,8	4,7	0,5	10,8	8,1	9,9	4,6	8,2	3,3	-0,1	5,7	3,8
Sep	6,8	5,1	4,1	0,1	9,7	7,9	8,7	4,5	8,0	3,4	1,2	5,4	3,6
Oct ^(p)	6,8	5,5	4,5	0,5	10,1	7,9	10,6	4,5	7,9	3,3	1,2	5,2	3,6

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

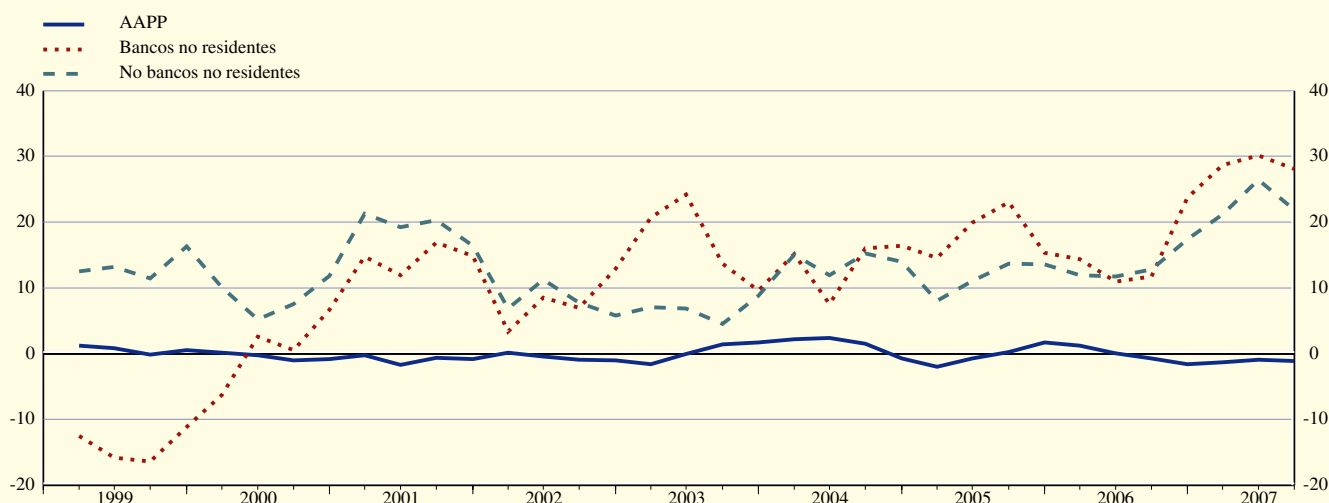
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
II	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
III ^(p)	793,2	92,4	213,9	447,8	39,1	3.301,4	2.354,1	947,3	59,9	887,5
Operaciones										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	-2,8	132,3
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,5	54,2
III ^(p)	-5,0	-3,2	-5,0	1,7	1,5	76,0	57,5	18,5	-1,6	20,0
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 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	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-7,4	29,7
Sep ^(p)	-1,1	-8,2	-6,3	2,3	9,7	26,2	28,1	21,9	-8,8	24,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

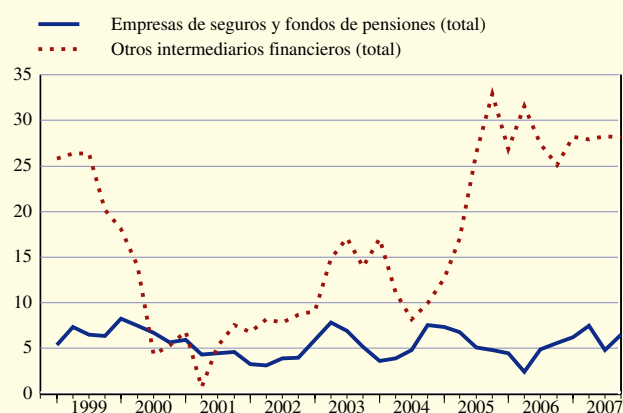
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
II	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,7	11,5	0,2	154,6
2007 Jul	670,8	72,7	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,0	321,9	290,7	589,2	13,4	0,3	153,6
Ago	665,7	61,4	68,0	513,6	0,8	1,1	20,8	1.364,2	302,0	303,0	588,6	11,8	0,2	158,6
Sep	676,6	67,8	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.386,5	326,2	305,9	581,0	13,0	0,8	159,5
Oct ^(p)	695,3	73,7	73,5	524,5	0,8	1,1	21,8	1.425,3	317,8	340,2	599,3	12,4	0,8	154,6
Operaciones														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
II	-2,8	-7,7	-0,3	9,2	-0,2	0,0	-3,7	82,8	3,0	21,0	56,5	0,1	0,0	2,2
2007 Jul	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,6	23,0	1,1	2,9	18,0	1,9	0,0	-1,0
Ago	-5,2	-11,3	6,8	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-5,1	-20,0	12,3	-0,7	-1,6	-0,1	4,9
Sep	13,6	6,5	-4,9	11,7	0,0	0,0	0,3	26,8	25,4	4,6	-9,4	1,2	0,6	4,3
Oct ^(p)	18,9	6,0	10,7	1,5	0,0	0,0	0,8	41,2	-7,8	35,0	19,3	-0,5	0,0	-4,8
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Mar	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
Jun	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
2007 Jul	5,9	10,8	18,0	5,2	-11,7	-	-16,6	31,8	20,2	37,6	42,6	36,0	-	12,5
Ago	4,7	-0,8	30,8	4,4	-21,3	-	-27,7	31,3	15,6	41,6	42,4	25,3	-	12,8
Sep	6,5	1,4	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,2	18,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
Oct ^(p)	9,5	11,6	52,6	6,9	-19,9	-	-22,1	31,8	21,1	44,0	36,9	22,9	-	15,1

C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

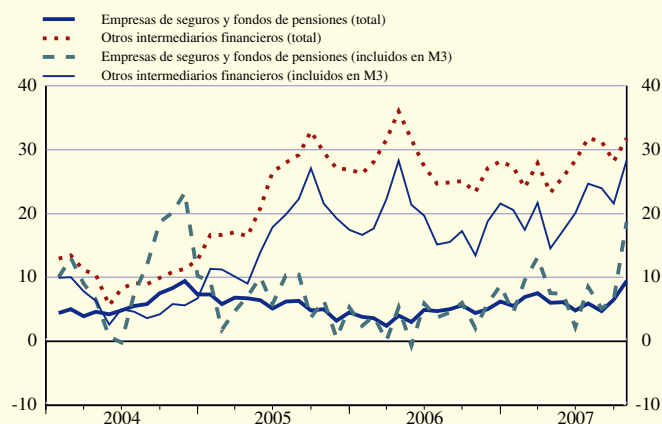
3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

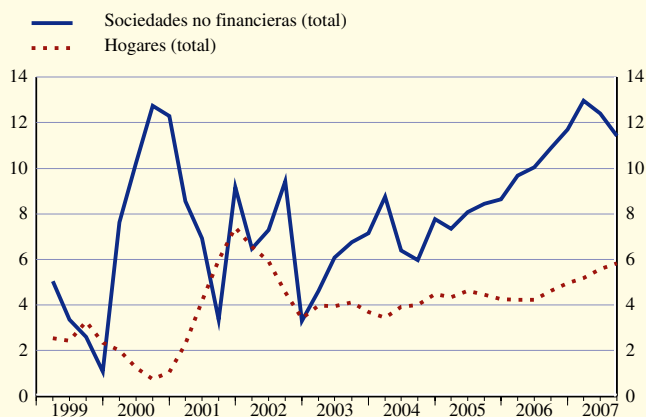
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 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
II	1.386,0	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
2007 Jul	1.385,6	840,5	415,5	67,8	34,7	1,5	25,6	4.679,9	1.766,6	832,9	572,2	1.318,8	106,8	82,6
Ago	1.388,7	825,8	435,1	68,0	31,9	1,5	26,6	4.678,2	1.739,4	860,4	569,0	1.315,2	107,2	87,0
Sep	1.405,3	845,1	438,5	64,3	31,6	1,4	24,4	4.706,2	1.754,3	886,4	565,7	1.308,0	107,9	84,0
Oct ^(p)	1.415,4	836,9	459,6	64,2	29,0	1,4	24,3	4.854,9	1.730,5	927,4	559,6	1.442,2	109,0	86,3
Operaciones														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 I	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
II	38,1	29,2	13,6	-0,6	-3,4	0,0	-0,6	89,5	58,5	58,0	-15,9	-13,1	0,8	1,4
2007 Jul	0,2	-20,8	23,4	-0,3	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
Ago	3,0	-14,8	19,5	0,2	-2,9	0,0	1,0	-2,3	-27,3	27,4	-3,5	-3,6	0,4	4,4
Sep	20,5	20,5	4,8	-2,4	-0,2	0,0	-2,2	29,5	15,3	27,0	-3,2	-7,2	0,7	-3,0
Oct ^(p)	10,7	-7,6	20,5	-0,1	-2,0	-0,1	-0,1	2,5	-23,8	40,3	-4,4	-13,0	1,1	2,3
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 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
Jun	12,4	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
2007 Jul	12,9	8,6	32,5	-4,2	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,2	18,4	31,1
Ago	12,0	7,4	32,6	-4,1	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1
Sep	11,4	7,2	32,4	-8,6	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
Oct ^(p)	11,5	7,4	31,1	-8,7	-30,8	-32,0	-2,6	5,8	1,8	46,5	-7,4	-4,1	14,6	29,0

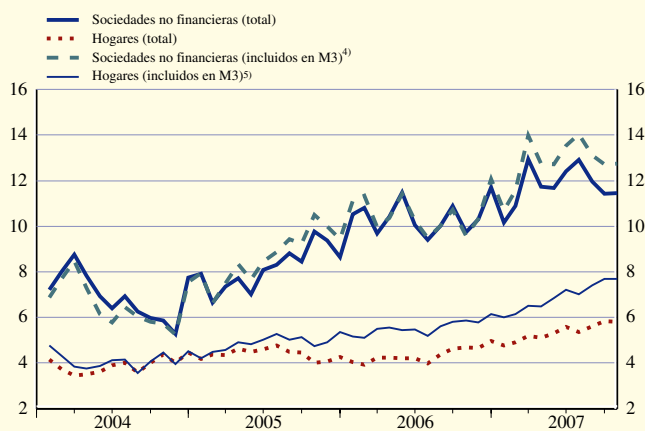
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

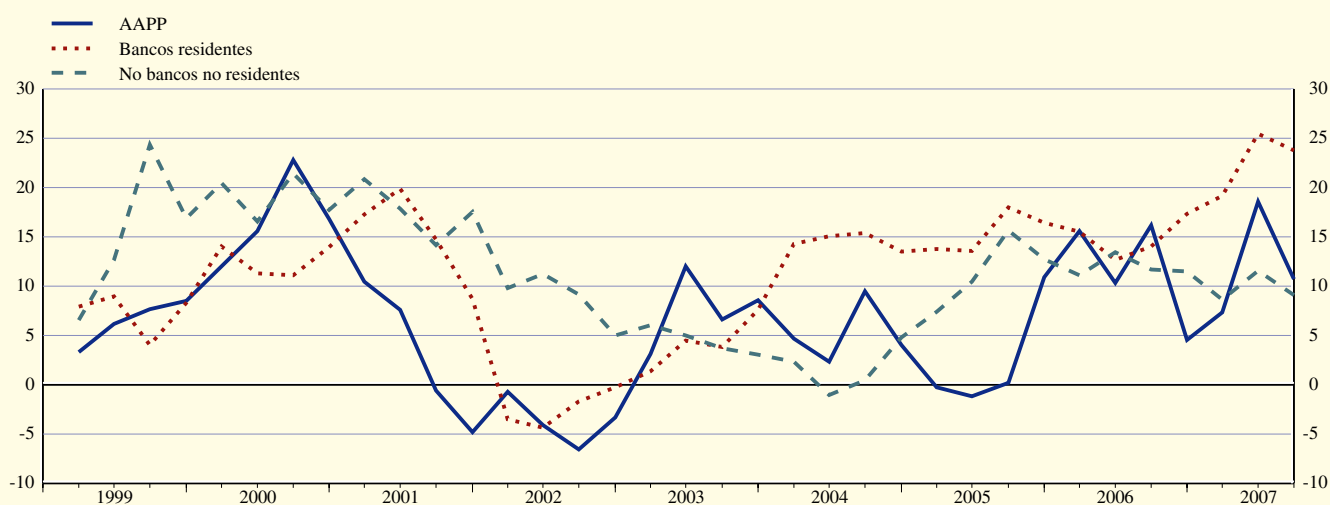
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
III ^(p)	373,4	144,2	60,0	97,5	71,7	3.873,9	2.946,7	927,2	145,5	781,7
Operaciones										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	2,8	88,0
2007 I	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	3,6	15,8
II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,2	36,4
III ^(p)	-7,4	-26,2	16,1	2,3	0,4	127,0	103,9	23,1	8,0	15,1
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	2,2	13,2
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	3,1	9,6
Jun	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	7,1	12,3
Sep ^(p)	10,7	-3,6	44,0	13,6	19,0	19,9	23,8	9,1	9,0	9,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

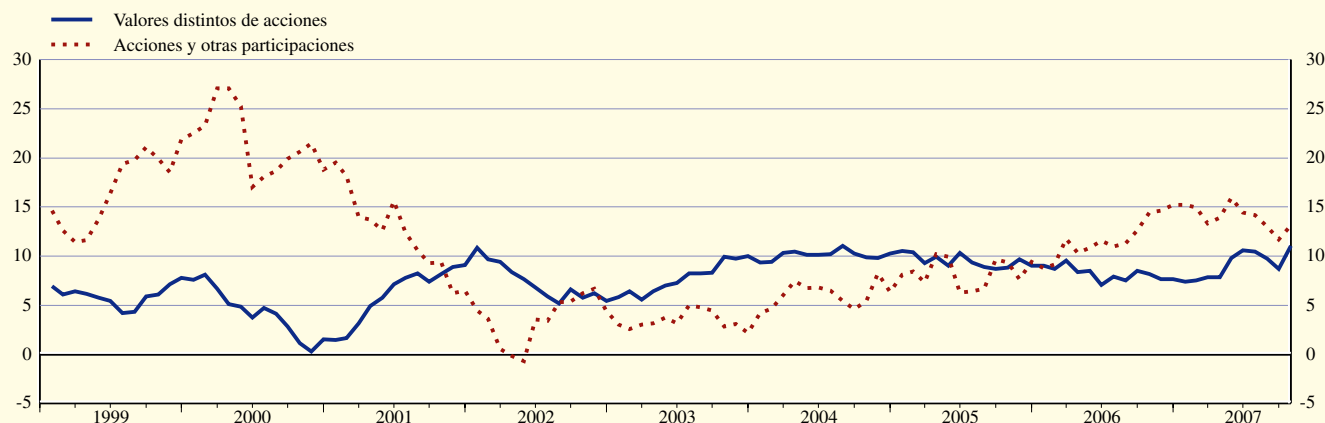
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 I	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
II	5.010,6	1.637,2	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,6	1.623,3	406,8	867,1	349,4
2007 Jul	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,5	407,2	852,9	347,4
Ago	5.002,0	1.649,3	83,7	1.213,4	15,2	746,5	33,9	1.260,1	1.587,6	407,2	841,1	339,2
Sep	4.973,6	1.646,8	82,1	1.199,8	14,7	768,4	35,6	1.226,1	1.606,6	412,3	843,6	350,8
Oct ^(p)	5.066,8	1.649,8	84,6	1.199,6	14,7	823,8	39,1	1.255,2	1.655,2	426,8	880,8	347,6
	Operaciones											
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
II	172,3	26,3	2,4	-0,1	0,3	73,1	0,2	70,2	35,2	5,5	16,6	13,2
2007 Jul	43,0	12,9	10,1	-23,3	-0,2	14,6	2,0	26,8	-10,8	1,2	-10,7	-1,3
Ago	-43,9	-2,1	-5,2	-29,4	-0,3	5,8	-1,9	-10,8	-17,4	0,1	-10,5	-7,0
Sep	-4,6	-3,5	0,8	-13,3	0,0	22,0	2,8	-13,4	18,5	6,0	1,9	10,5
Oct ^(p)	146,2	46,5	3,3	4,5	0,2	44,1	3,9	43,6	52,2	28,0	26,6	-2,4
	Tasas de crecimiento											
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
Jun	10,6	8,6	25,9	-8,8	-7,1	28,0	43,4	29,5	14,4	17,8	7,5	31,0
2007 Jul	10,5	8,5	34,4	-9,3	-7,8	28,1	47,0	27,7	14,2	19,6	5,9	32,4
Ago	9,7	7,7	27,2	-9,7	-10,5	29,4	35,7	25,8	13,0	18,5	5,2	29,3
Sep	8,7	6,4	27,2	-9,8	-5,7	31,2	48,8	21,2	11,7	19,2	3,7	25,4
Oct ^(p)	11,0	8,6	31,3	-8,8	-3,6	35,8	57,3	23,1	13,1	26,9	4,9	20,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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^(1) 2)

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	De residentes en la zona del euro													
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	5.693,4	91,2	8,8	5,4	0,4	1,3	0,9	8.548,0	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
III ^(p)	2.946,7	46,0	54,0	34,1	2,7	2,4	11,5	927,2	49,8	50,2	33,4	1,1	1,9	9,7

2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
				USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
III ^(p)	4.859,7	80,8	19,2	9,7	1,6	1,8	3,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A residentes en la zona del euro													
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006	4.933,4	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007 I	5.097,6	-	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5
II	5.264,6	-	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6
III ^(p)	5.422,1	-	-	-	-	-	-	10.738,7	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5
	A no residentes en la zona del euro													
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III ^(p)	2.354,1	48,9	51,1	28,6	2,0	2,5	12,6	947,3	38,8	61,2	43,6	1,1	3,8	8,3

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III ^(p)	1.728,9	95,3	4,7	2,3	0,3	0,2	1,5	2.018,6	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
II	584,1	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,6	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III ^(p)	576,2	53,8	46,2	26,8	0,7	0,4	15,0	650,0	35,4	64,6	38,8	4,3	0,7	15,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	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
2006 I	5.199,6	316,0	1.905,5	139,9	1.765,6	1.898,2	569,3	177,3	333,3
II	5.137,9	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,2
III	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
IV	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 I	5.712,9	332,4	2.031,5	181,0	1.850,6	2.068,7	718,7	188,9	372,7
II ^(p)	6.002,9	349,7	2.042,3	192,8	1.849,4	2.216,4	784,5	194,7	415,3

2. Pasivo

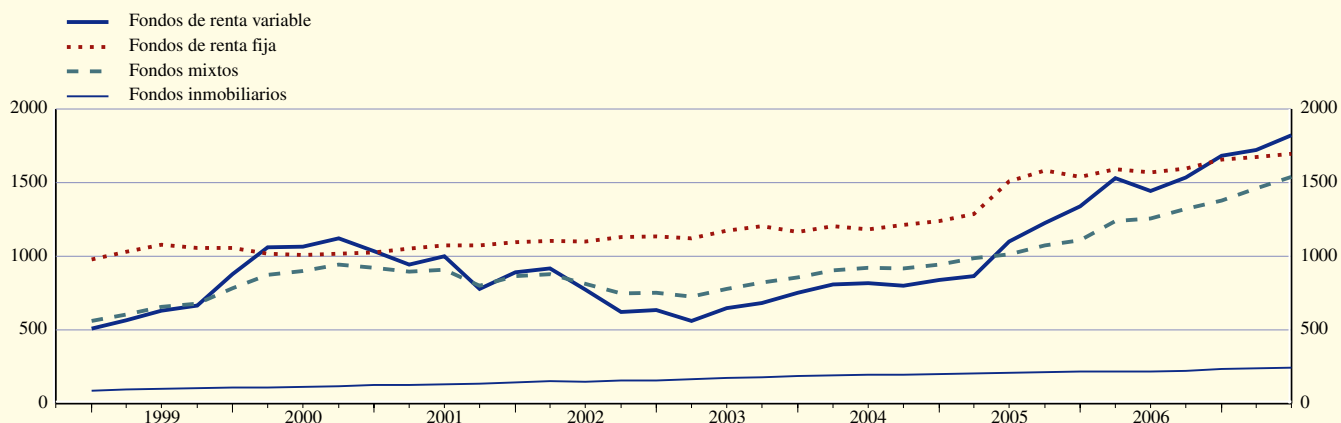
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2006 I	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
II	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.712,9	82,2	5.349,4	281,7
II ^(p)	6.002,9	90,8	5.596,6	315,5

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

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

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2006 I	1.531,9	55,1	51,5	6,3	45,2	1.309,6	71,1	-	44,6
II	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
III	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
IV	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 I	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
II ^(p)	1.822,9	60,9	67,9	27,4	40,5	1.545,4	83,9	-	64,9
Fondos de renta fija									
2006 I	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
II	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
IV	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 I	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
II ^(p)	1.693,8	115,1	1.346,9	99,6	1.247,3	62,9	55,7	-	113,2
Fondos mixtos									
2006 I	1.239,4	67,9	465,4	38,6	426,7	349,6	238,5	0,1	117,9
II	1.257,0	72,0	484,1	40,3	443,8	318,7	253,6	0,2	128,5
III	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
IV	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 I	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
II ^(p)	1.539,4	83,6	528,9	50,2	478,8	400,2	346,1	0,9	179,6
Fondos inmobiliarios									
2006 I	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
II	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,3	10,4
IV	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 I	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
II ^(p)	244,1	18,9	6,6	1,9	4,7	2,1	10,1	193,1	13,2

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2006 I	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
II	3.913,2	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,5
III	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
IV	4.252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 I	4.372,4	274,3	1.420,7	1.693,3	529,0	155,6	299,5
II ^(p)	4.591,3	284,5	1.430,0	1.817,2	576,9	160,1	322,7
Fondos de inversores especiales							
2006 I	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 I	1.340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
II ^(p)	1.411,6	65,3	612,3	399,2	207,6	34,7	92,6

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						487,7
Balanza comercial ¹⁾						-31,9
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.052,2	107,5	671,9	52,7	220,1	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	39,6	6,1	26,4	3,8	3,3	
Consumo de capital fijo	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Excedente neto de explotación y renta mixta ¹⁾	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,1
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	903,2	46,4	364,2	423,2	69,3	133,2
Intereses	456,0	44,3	76,0	266,5	69,3	79,6
Otra renta de la propiedad	447,2	2,2	288,2	156,8	0,0	53,7
Renta nacional neta ¹⁾	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	285,7	210,4	57,9	17,0	0,4	4,8
Cotizaciones sociales	393,8	393,8				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	393,0	1,4	17,4	25,7	348,4	0,6
Otras transferencias corrientes	176,9	69,6	23,4	46,9	37,0	7,2
Primas netas de seguros no vida	44,7	32,9	10,3	0,9	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,6			44,6		0,7
Otras	87,6	36,8	13,1	1,4	36,3	5,4
Renta disponible neta ¹⁾	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.680,1	1.238,5			441,6	
Gasto en consumo individual	1.507,9	1.238,5			269,4	
Gasto en consumo colectivo	172,1				172,1	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	17,9	0,1	3,6	14,2	0,0	0,1
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior ¹⁾	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	495,7	165,1	268,2	10,3	52,1	
Formación bruta de capital fijo	496,5	165,3	269,1	10,1	52,0	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-0,8	-0,2	-0,9	0,2	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,5	-0,1	0,7	0,2	-0,3	-0,5
Transferencias de capital	35,0	8,9	2,1	1,9	22,1	4,4
Impuestos sobre el capital	5,9	5,7	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,1	3,2	1,8	1,9	22,1	4,4
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital) ¹⁾	9,6	83,0	-120,2	20,1	26,7	-9,6
Discrepancia estadística	0,0	-5,0	5,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						455,8
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.969,9	485,6	1.126,0	93,8	264,5	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	237,7					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.207,6					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Remuneración de los asalariados	1.053,7	1.053,7				2,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	278,5				278,5	-1,2
Renta de la propiedad	893,2	287,8	144,6	435,1	25,7	143,2
Intereses	450,6	69,0	41,2	332,6	7,7	85,0
Otra renta de la propiedad	442,7	218,8	103,4	102,5	18,0	58,2
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	289,8				289,8	0,6
Cotizaciones sociales	393,6	1,1	17,9	40,6	334,0	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	391,0	391,0				2,5
Otras transferencias corrientes	158,3	84,6	11,7	45,8	16,3	25,9
Primas netas de seguros no vida	44,6			44,6		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	44,2	34,3	8,8	0,9	0,3	1,1
Otras	69,5	50,3	2,9	0,3	16,0	23,6
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	18,0	18,0				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	37,1	9,0	15,5	0,8	11,9	2,3
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	31,2	9,0	15,5	0,8	6,0	2,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2007 II								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.278,4	13.870,3	20.882,9	9.703,0	6.071,4	2.742,5	13.961,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				185,0				
Efectivo y depósitos		5.364,8	1.630,7	2.404,3	1.367,9	751,6	529,4	3.785,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,6	123,4	102,3	257,2	227,6	25,4	774,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.419,4	158,2	3.449,2	1.882,7	1.927,2	206,3	2.153,2
Préstamos		21,4	1.744,7	11.370,6	1.326,2	350,5	355,3	1.427,4
de los cuales, a largo plazo		18,0	964,9	8.567,3	999,5	296,8	316,2	.
Acciones y otras participaciones		5.129,4	7.552,3	1.795,8	4.585,9	2.376,5	1.083,9	5.100,7
Acciones cotizadas		1.252,5	1.915,3	688,6	2.394,8	852,9	393,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.213,0	5.218,4	831,4	1.524,9	460,8	549,6	.
Participaciones en fondos de inversión		1.663,9	418,5	275,8	666,3	1.062,8	141,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.003,1	133,2	1,9	0,0	145,9	3,1	192,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		294,8	2.527,8	1.573,8	283,1	292,1	539,1	528,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		156,8	196,2	722,7	294,1	74,4	115,5	477,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,6				0,6
Efectivo y depósitos		103,6	38,3	90,1	81,6	5,5	91,1	188,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,5	5,0	10,0	31,8	10,3	7,1	36,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		-0,9	14,8	144,9	33,0	44,7	4,5	109,2
Préstamos		0,5	46,6	338,0	35,4	4,0	3,1	24,1
de los cuales, a largo plazo		0,5	11,3	213,0	34,3	-1,1	0,0	.
Acciones y otras participaciones		17,0	84,7	33,0	119,3	8,2	3,2	108,8
Acciones cotizadas		2,4	38,2	0,0	50,0	-0,7	0,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		9,7	57,2	27,1	23,6	6,5	-0,5	.
Participaciones en fondos de inversión		4,9	-10,7	5,9	45,7	2,4	3,5	.
Reservas técnicas de seguro		58,0	0,9	0,0	0,0	3,6	0,0	3,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-19,9	5,8	107,2	-6,9	-1,9	6,5	6,9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-29,8	199,1	22,8	-0,8	13,4	49,5	107,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-7,0				
Efectivo y depósitos		-5,3	-3,2	-11,9	-2,1	2,9	0,2	-24,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,6	4,5	1,9	1,7	0,7	0,1	-2,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		-55,2	-5,2	-8,8	-54,4	-26,7	-3,2	-42,7
Préstamos		0,0	6,7	-23,5	-9,7	0,3	-1,3	12,6
de los cuales, a largo plazo		0,0	7,8	-10,4	-10,0	0,2	-1,3	.
Acciones y otras participaciones		35,6	178,3	55,6	85,5	41,9	53,6	153,1
Acciones cotizadas		40,8	36,4	50,6	77,7	5,6	46,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-28,0	139,2	2,6	3,8	10,4	3,8	.
Participaciones en fondos de inversión		22,8	2,7	2,4	4,0	25,9	3,2	.
Reservas técnicas de seguro		-2,3	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	-4,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,0	18,1	16,5	-21,8	-0,7	0,0	16,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.405,4	14.265,6	21.628,4	9.996,3	6.159,3	2.907,5	14.546,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				177,5				
Efectivo y depósitos		5.463,1	1.665,8	2.482,5	1.447,4	760,0	620,6	3.949,4
Valores distintos de acciones, corto plazo		43,5	133,0	114,2	290,7	238,7	32,6	808,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.363,2	167,8	3.585,3	1.861,3	1.945,2	207,7	2.219,7
Préstamos		21,8	1.798,0	11.685,1	1.351,9	354,9	357,2	1.464,1
de los cuales, a largo plazo		18,5	984,0	8.770,0	1.023,8	295,8	314,9	.
Acciones y otras participaciones		5.182,1	7.815,3	1.884,3	4.790,7	2.426,5	1.140,7	5.362,6
Acciones cotizadas		1.295,7	1.989,9	739,2	2.522,5	857,9	440,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.194,7	5.414,9	861,1	1.552,2	477,6	552,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.691,7	410,5	284,1	716,0	1.091,1	147,8	.
Reservas técnicas de seguro		5.058,7	134,0	1,9	0,0	144,5	3,1	190,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		273,0	2.551,7	1.697,4	254,3	289,5	545,7	551,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2007 II								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.544,0	22.276,5	21.296,4	9.641,0	6.192,2	6.760,0	12.614,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			23,5	12.883,2	214,0	3,9	337,5	2.371,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,0	357,4	69,1	0,1	612,5	235,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			429,5	2.594,0	1.375,9	26,1	4.358,6	2.412,1
Préstamos		5.096,7	6.380,1		1.294,5	183,7	1.080,2	2.560,8
de los cuales, a largo plazo		4.771,7	4.300,3		601,6	78,7	922,4	.
Acciones y otras participaciones			12.497,1	3.360,5	6.470,4	662,4	4,9	4.629,2
Acciones cotizadas			4.664,1	1.100,2	342,0	328,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.833,0	1.244,5	858,8	334,0	4,9	.
Participaciones en fondos de inversión				1.015,9	5.269,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,6	329,8	53,2	0,6	5.062,6	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		414,7	2.335,4	2.048,1	216,4	253,5	365,8	405,3
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.161,6	11.734,5	-8.406,2	-413,6	62,0	-120,8	-4.017,5	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		78,7	311,5	705,7	281,6	83,8	88,8	487,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	484,1	4,9	0,0	-12,7	122,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			22,8	12,8	-3,1	0,1	43,4	23,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			15,9	83,0	65,9	-0,3	63,5	122,3
Préstamos		97,5	202,9		52,5	16,0	-8,8	91,6
de los cuales, a largo plazo		90,7	104,8		20,6	-0,3	-11,1	.
Acciones y otras participaciones			58,1	46,1	165,9	2,7	0,0	101,3
Acciones cotizadas			34,9	0,5	2,6	0,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			23,2	2,8	20,5	2,4	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				42,8	142,8			.
Reservas técnicas de seguro		-0,1	2,0	0,4	0,0	63,3	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-18,7	9,7	79,3	-4,5	2,0	3,5	26,3
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	9,6	78,0	-115,3	17,0	12,5	-9,4	26,7	-9,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		8,7	389,2	-30,3	70,3	12,3	-98,1	17,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-22,7	1,9	0,0	0,0	-22,7
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,6	0,9	-0,1	0,0	-0,1	4,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			-6,8	-7,6	-21,6	-0,5	-116,1	-43,7
Préstamos		6,3	11,0		-12,1	-6,7	-0,1	-13,2
de los cuales, a largo plazo		7,8	21,6		-9,0	-4,9	-0,1	.
Acciones y otras participaciones			369,7	3,9	89,1	25,9	0,7	114,4
Acciones cotizadas			361,9	20,4	18,1	9,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7,8	-21,6	18,1	16,4	0,7	.
Participaciones en fondos de inversión				5,2	52,9			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		2,4	14,7	-4,8	13,1	5,6	17,5	-22,2
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-97,9	-38,6	-190,1	53,1	-71,1	1,1	147,6	91,0
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.631,4	22.977,1	21.971,9	9.992,9	6.288,3	6.750,6	13.118,6
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			23,5	13.344,6	220,8	3,8	324,8	2.471,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,4	371,1	66,0	0,2	655,8	263,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,6	2.669,4	1.420,2	25,3	4.306,0	2.490,8
Préstamos		5.200,4	6.594,1		1.334,9	193,1	1.071,3	2.639,2
de los cuales, a largo plazo		4.870,2	4.426,7		613,2	73,5	911,3	.
Acciones y otras participaciones			12.925,0	3.410,6	6.725,4	690,9	5,6	4.844,9
Acciones cotizadas			5.060,9	1.121,1	362,7	338,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.864,0	1.225,7	897,4	352,8	5,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.063,8	5.465,3			.
Reservas técnicas de seguro		32,5	331,8	53,6	0,6	5.113,9	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		398,4	2.359,8	2.122,6	225,0	261,1	386,7	409,4
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.249,9	11.773,9	-8.711,6	-343,5	3,4	-129,0	-3.843,2	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.664,0	3.770,3	3.876,2	3.952,4	3.991,6	4.027,3	4.069,2	4.109,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,7	123,0	130,8	132,9	133,5	131,1	131,4	132,2
Consumo de capital fijo	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.281,3	2.332,6	2.543,9	2.711,1	2.801,3	2.914,8	3.003,7	3.100,6
Intereses	1.267,0	1.241,2	1.325,0	1.438,6	1.515,7	1.591,6	1.659,0	1.721,1
Otra renta de la propiedad	1.014,3	1.091,4	1.219,0	1.272,6	1.285,7	1.323,2	1.344,7	1.379,5
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,3	932,0	972,0	990,6	1.023,4	1.037,1	1.059,9
Cotizaciones sociales	1.388,3	1.427,2	1.468,6	1.499,4	1.516,1	1.530,1	1.541,3	1.554,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.408,0	1.452,8	1.496,8	1.520,2	1.531,2	1.541,8	1.548,9	1.558,9
Otras transferencias corrientes	658,3	683,2	702,5	700,4	702,9	704,7	708,8	717,5
Primas netas de seguros no vida	174,0	175,8	175,8	175,4	175,5	174,8	175,5	176,7
Derechos de seguros no vida	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Otras	309,8	331,1	350,1	349,1	351,8	355,2	357,6	363,9
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,3	6.075,9	6.307,3	6.442,1	6.501,2	6.562,3	6.615,9	6.664,1
Gasto en consumo individual	5.232,7	5.430,7	5.645,2	5.770,6	5.825,9	5.880,9	5.929,0	5.974,2
Gasto en consumo colectivo	621,5	645,1	662,1	671,4	675,3	681,4	686,9	690,0
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,5	57,5	59,1	60,7	61,3	61,7	61,9	62,4
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.526,8	1.606,5	1.693,9	1.769,5	1.810,4	1.838,3	1.878,9	1.914,3
Formación bruta de capital fijo	1.525,8	1.597,4	1.682,3	1.745,4	1.773,6	1.809,3	1.854,8	1.889,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	1,1	9,1	11,6	24,1	36,8	29,1	24,0	25,3
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1
Transferencias de capital	182,6	166,9	179,3	162,2	174,8	190,5	191,1	191,7
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Otras transferencias de capital	146,8	137,1	155,1	138,4	152,4	168,2	168,2	168,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	42,9	69,9	11,0	-14,4	-22,5	-18,9	-4,4	11,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)
(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.740,1	7.004,9	7.231,5	7.378,8	7.461,0	7.546,2	7.635,7	7.723,4
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	760,8	796,4	838,8	874,5	885,1	903,3	922,4	936,2
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.500,9	7.801,3	8.070,2	8.253,3	8.346,1	8.449,5	8.558,1	8.659,6
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Remuneración de los asalariados	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	933,1	981,1	1.017,7	1.028,7	1.044,4	1.061,8	1.076,0
Renta de la propiedad	2.246,2	2.322,5	2.540,8	2.711,9	2.803,1	2.907,6	2.996,3	3.091,4
Intereses	1.236,2	1.210,5	1.298,9	1.414,3	1.493,5	1.568,2	1.633,9	1.698,8
Otra renta de la propiedad	1.010,0	1.112,0	1.241,9	1.297,6	1.309,6	1.339,3	1.362,4	1.392,6
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,7	976,6	995,2	1.028,2	1.042,3	1.066,8
Cotizaciones sociales	1.387,3	1.426,2	1.468,1	1.498,9	1.515,5	1.529,6	1.540,8	1.553,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,5	1.445,3	1.489,2	1.512,7	1.523,7	1.534,4	1.541,1	1.550,9
Otras transferencias corrientes	593,9	610,9	620,9	619,1	619,8	618,7	622,9	630,7
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Derechos de seguros no vida	171,3	173,5	174,3	173,2	172,9	172,3	173,1	174,4
Otras	248,0	261,2	269,9	270,0	271,2	271,6	274,0	279,4
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,7	57,6	59,4	61,0	61,6	62,0	62,2	62,7
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	183,5	192,9	174,8	187,6	204,1	206,4	206,5
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Otras transferencias de capital	158,9	153,8	168,7	151,0	165,1	181,8	183,5	183,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

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

	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.230,9	1.285,0	1.334,8	1.368,6	1.389,3	1.410,2	1.431,2	1.452,2
Intereses, recursos (+)	237,5	230,4	226,9	237,7	246,3	255,9	262,3	268,8
Intereses, empleos (-)	124,1	124,1	127,6	137,1	146,6	154,5	161,8	169,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	615,3	648,0	694,0	718,2	722,0	733,0	739,6	749,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,5	9,4	9,5	9,5
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,5	706,5	739,4	763,6	770,8	788,6	796,9	810,0
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,5	1.423,4	1.464,5	1.495,1	1.511,7	1.525,8	1.536,9	1.549,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,7	1.440,3	1.483,9	1.507,2	1.518,2	1.528,9	1.535,5	1.545,4
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	64,7	68,2	65,5	63,9	63,9	65,7	65,8
= Renta disponible bruta	4.997,0	5.182,7	5.348,7	5.450,2	5.498,6	5.546,7	5.604,5	5.658,2
Gasto en consumo final (-)	4.316,1	4.482,4	4.649,1	4.749,6	4.792,8	4.836,7	4.874,8	4.911,6
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,4	57,3	58,9	60,6	61,1	61,5	61,7	62,2
= Ahorro bruto	735,2	757,5	758,5	761,2	766,9	771,5	791,4	808,8
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,9	24,4	22,2	27,2	30,2	28,6	25,9
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	247,1	285,3	600,1	481,4	333,3	456,9	366,8	476,5
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	497,9	527,3	558,9	583,6	597,7	609,6	625,2	636,2
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Inversión financiera (+)								
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>								
Efectivo y depósitos	222,3	248,5	240,1	247,4	267,3	279,0	276,0	289,0
Valores distintos de acciones, corto plazo	166,1	168,5	207,7	215,7	226,1	242,1	251,6	279,1
Valores distintos de acciones, largo plazo	-34,4	7,0	-18,7	2,9	12,8	16,0	23,0	13,0
Acciones y otras participaciones	18,4	67,8	22,2	28,2	70,0	61,3	52,6	44,2
Acciones cotizadas	85,5	-13,5	116,0	22,1	-26,9	-33,7	-3,6	14,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	27,1	-47,7	3,5	-27,0	-31,4	-13,2	2,0	-0,8
Participaciones en fondos de inversión	-19,2	36,7	56,8	26,7	20,5	8,2	24,3	32,4
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	77,6	-2,5	55,7	22,4	-16,0	-28,7	-29,9	-17,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	14,4	-19,4	-10,1	-8,9	-9,8	-4,8	2,2	9,6
Financiación (-)	231,0	251,2	300,3	300,8	297,9	276,5	255,3	252,6
Préstamos								
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	264,2	314,2	391,7	415,7	413,0	392,4	384,3	365,9
Otras variaciones de los activos financieros (+)	219,9	288,9	371,7	397,9	386,5	360,4	352,8	334,0
Acciones y otras participaciones								
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	265,5	235,1	522,3	433,0	331,2	430,7	337,7	498,2
Otros flujos netos (+)	29,0	56,9	129,4	68,9	55,2	48,8	33,5	44,0
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	-56,0	-4,2	-95,7	-6,3	-64,7	-37,2	-28,5	-114,2
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos								
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>								
Valores distintos de acciones, corto plazo	4.579,1	4.827,3	5.078,3	5.181,8	5.204,8	5.343,0	5.364,8	5.463,1
Valores distintos de acciones, largo plazo	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0	4.175,5
Acciones y otras participaciones	24,7	32,7	15,6	33,6	37,0	30,2	45,6	43,5
Acciones cotizadas	1.304,1	1.356,4	1.338,8	1.373,1	1.383,2	1.391,5	1.419,4	1.363,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	3.699,5	3.921,1	4.559,3	4.669,8	4.798,4	4.956,3	5.129,4	5.182,1
Participaciones en fondos de inversión	774,1	832,0	1.000,7	1.041,7	1.128,4	1.192,1	1.252,5	1.295,7
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	1.437,1	1.592,2	1.918,2	1.998,9	2.042,1	2.119,0	2.213,0	2.194,7
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	1.488,3	1.496,9	1.640,5	1.629,2	1.627,9	1.645,2	1.663,9	1.691,7
Otros activos netos	263,8	249,0	235,3	215,9	211,1	186,3	195,1	208,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.849,1	4.278,8	4.426,1	4.517,4	4.604,0	4.668,9	4.722,8
Otros activos netos	188,7	224,3	174,4	193,3	189,0	195,1	203,1	199,7
Pasivos (-)								
Préstamos								
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.929,4	4.256,5	4.632,8	4.837,4	4.919,5	5.017,1	5.096,7	5.200,4
= Riqueza financiera neta	3.561,4	3.860,7	4.257,3	4.456,6	4.534,8	4.617,9	4.696,2	4.781,3
= Riqueza financiera neta	9.407,7	9.954,3	10.812,4	11.040,2	11.210,2	11.503,0	11.734,5	11.773,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de otras variaciones de los activos no financieros, como por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.

2) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los hogares que forman parte de M3 (véase el glosario).

3.4 Sociedades no financieras

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

	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.831,0	3.983,2	4.102,4	4.180,8	4.226,0	4.282,6	4.338,4	4.396,2
Remuneración de los asalariados (-)	2.309,7	2.379,8	2.442,3	2.490,3	2.515,2	2.540,1	2.568,0	2.598,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	59,1	66,2	72,1	73,2	73,4	73,6	73,8	74,4
= Excedente bruto de explotación (+)	1.462,2	1.537,2	1.587,9	1.617,4	1.637,4	1.668,9	1.696,7	1.723,4
Consumo de capital fijo (-)	608,8	633,5	663,2	676,3	682,9	689,4	695,1	700,6
= Excedente neto de explotación (+)	853,4	903,7	924,8	941,0	954,5	979,6	1.001,6	1.022,7
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,1	372,6	426,4	442,7	450,1	461,2	465,5	478,8
Intereses, recursos	126,6	121,7	131,1	140,9	147,2	152,5	156,7	161,1
Otra renta de la propiedad, recursos	193,5	251,0	295,3	301,8	302,9	308,7	308,8	317,7
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,2	226,3	234,7	252,5	264,2	277,3	289,5	300,6
= Renta empresarial neta (+)	945,3	1.050,0	1.116,5	1.131,2	1.140,4	1.163,5	1.177,6	1.200,9
Renta distribuida (-)	692,3	751,0	834,2	865,0	873,6	897,1	904,7	919,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	116,6	134,6	147,4	159,6	170,0	184,8	189,6	198,2
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,4	73,6	74,2	75,5	76,3	76,7	77,3	75,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,8	60,4	62,2	62,2	62,4	61,9	62,0	63,6
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	42,7	49,6	48,8	46,7	46,4	45,6	46,7	47,6
Variaciones del patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensiones (-)	13,0	12,8	11,8	13,3	14,0	14,7	14,7	14,6
= Ahorro neto	94,3	115,1	86,3	59,9	50,3	36,1	37,2	33,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	192,3	210,7	232,4	266,1	282,8	285,7	299,1	316,9
Formación bruta de capital fijo (+)	801,5	839,7	884,4	918,8	932,4	948,1	973,1	995,8
Consumo de capital fijo (-)	608,8	633,5	663,2	676,3	682,9	689,4	695,1	700,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-0,4	4,5	11,1	23,6	33,3	27,0	21,1	21,7
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	106,6	91,0	144,9	154,5	145,7	167,4	194,1	185,2
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	63,0	73,8	99,3	108,9	116,8	138,5	157,7	158,1
Valores distintos de acciones	-27,2	-55,1	-21,9	-0,5	-13,6	3,7	-9,0	0,2
Préstamos	139,1	66,4	132,5	130,6	136,9	161,1	175,9	189,0
Acciones y otras participaciones	175,4	183,0	173,4	221,6	183,3	186,4	198,6	217,2
Otros activos netos (+)	41,7	80,3	54,2	122,5	147,1	147,3	128,3	120,9
Financiación (-)								
Deuda	297,0	216,4	397,2	556,2	602,4	633,7	650,2	683,9
Préstamos	219,1	195,6	382,4	530,2	560,4	578,2	593,9	613,9
de los cuales, de IFM de la zona del euro	110,3	169,1	269,2	380,2	431,3	452,5	449,8	492,0
Valores distintos de acciones	62,9	7,3	2,2	12,6	28,2	41,1	43,8	58,9
Reservas de los fondos de pensiones	15,1	13,5	12,6	13,4	13,8	14,5	12,5	11,2
Acciones y otras participaciones	190,2	188,5	172,0	227,5	164,4	202,0	215,9	227,7
Acciones cotizadas	19,2	11,9	100,5	114,2	37,3	33,4	43,2	60,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	171,0	176,6	71,4	113,3	127,1	168,6	172,7	167,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,4	56,3	60,0	51,3	65,0	79,8	83,6	84,8
= Ahorro neto	94,3	115,1	86,3	59,9	50,3	36,1	37,2	33,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Efectivo y depósitos	1.164,3	1.237,8	1.393,2	1.452,1	1.491,3	1.563,9	1.630,7	1.665,8
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	984,2	1.042,9	1.147,3	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5	1.322,7
Valores distintos de acciones	406,9	322,8	290,3	306,6	292,7	287,3	281,6	300,8
Préstamos	1.341,7	1.394,9	1.521,5	1.596,3	1.627,1	1.694,8	1.744,7	1.798,0
Acciones y otras participaciones	4.823,8	5.319,7	6.273,3	6.643,7	6.946,8	7.302,5	7.552,3	7.815,3
Otros activos netos (+)	233,4	279,5	261,1	323,2	304,4	299,0	349,0	349,4
Pasivos								
Deuda	6.029,2	6.211,5	6.606,7	6.977,2	7.088,2	7.226,8	7.420,4	7.668,8
Préstamos	5.112,5	5.242,5	5.622,6	5.965,0	6.069,7	6.200,9	6.380,1	6.594,1
de los cuales, de IFM de la zona del euro	3.092,6	3.215,1	3.478,1	3.714,3	3.806,7	3.918,3	4.034,0	4.189,8
Valores distintos de acciones	628,2	667,8	670,2	691,5	694,0	697,7	710,4	742,9
Reservas de los fondos de pensiones	288,5	301,2	313,8	320,7	324,4	328,3	329,8	331,8
Acciones y otras participaciones	8.069,9	8.979,1	10.458,1	11.016,1	11.375,5	12.087,8	12.497,1	12.925,0
Acciones cotizadas	2.732,0	2.987,1	3.681,0	3.945,4	4.082,5	4.457,1	4.664,1	5.060,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.337,9	5.992,0	6.777,1	7.070,8	7.293,0	7.630,7	7.833,0	7.864,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a las sociedades no financieras que forman parte de M3 (véase el glosario).

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera (+)	29,7	50,0	25,6	36,6	48,9	64,8	81,7	72,6
Efectivo y depósitos	7,0	12,4	7,0	7,8	8,2	12,4	17,9	2,3
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	10,8	22,4	20,5	-0,4	-8,8	0,2	12,6	26,5
Valores distintos de acciones, corto plazo	140,8	132,8	129,2	133,6	145,0	143,9	148,7	161,9
Valores distintos de acciones, largo plazo	11,6	6,6	-2,6	10,2	10,7	4,5	-9,2	-6,9
Préstamos	58,9	45,2	137,1	144,9	141,4	124,8	89,3	69,0
Acciones y otras participaciones	9,5	13,0	31,6	24,1	14,7	16,9	12,4	5,3
Acciones cotizadas	5,1	-1,1	18,2	21,5	25,5	20,3	13,0	15,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	44,3	33,3	87,3	99,2	101,1	87,5	63,8	48,4
Participaciones en fondos de inversión	6,8	3,3	-0,9	-4,3	-5,6	2,3	3,3	-0,5
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	-3,6	9,9	9,1	8,2	15,0	13,0	26,5	24,6
Otros activos netos (+)								
Financiación (-)	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,4	4,0	4,0	3,6
Valores distintos de acciones	12,4	4,4	12,5	27,6	37,1	32,6	33,9	43,5
Préstamos	11,4	12,9	8,5	6,8	10,8	7,1	9,4	11,1
Acciones y otras participaciones	237,0	261,2	335,3	335,0	334,1	314,0	299,5	297,0
Reservas técnicas de seguro	210,3	229,5	291,8	296,0	291,4	267,0	249,0	247,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	43,5	39,0	42,7	47,0	50,5	49,4
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-17,7	-9,8	-37,5	-35,9	-29,3	-6,5	2,8	-7,4
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)	107,3	110,3	190,4	127,3	125,2	192,1	153,6	245,7
Acciones y otras participaciones	-10,1	159,2	43,5	-14,9	0,7	-51,5	-67,6	-82,9
Otros activos netos								
Otras variaciones de los pasivos (-)	98,3	20,7	117,4	83,9	86,2	49,9	36,4	101,2
Acciones y otras participaciones	33,7	84,3	139,4	72,4	61,3	58,0	44,5	39,1
Reservas técnicas de seguro	34,2	64,6	145,6	75,1	63,9	62,0	47,0	46,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-6,2	-2,7	-2,6	-4,0	-2,5	-7,5
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-34,8	164,3	-22,9	-43,9	-21,6	32,6	5,1	22,5
Balance financiero								
Activos financieros (+)	579,0	630,8	659,3	684,3	704,3	724,3	751,6	760,0
Efectivo y depósitos	121,1	132,6	141,6	139,7	143,3	153,4	154,7	143,2
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	69,5	205,9	212,1	213,4	213,4	212,7	227,6	238,7
Valores distintos de acciones, corto plazo	1.489,0	1.659,4	1.808,8	1.843,4	1.910,8	1.902,5	1.927,2	1.945,2
Valores distintos de acciones, largo plazo	363,5	358,9	362,5	372,2	371,8	361,7	350,5	354,9
Préstamos	1.528,9	1.684,3	2.011,8	2.111,9	2.213,0	2.328,7	2.376,5	2.426,5
Acciones y otras participaciones	526,1	574,9	701,5	717,2	761,2	832,1	852,9	857,9
Acciones cotizadas	306,4	336,6	397,1	422,0	435,3	457,5	460,8	477,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	696,4	772,9	913,2	972,7	1.016,5	1.039,1	1.062,8	1.091,1
Participaciones en fondos de inversión	65,8	69,0	83,3	87,0	87,2	87,3	89,5	90,0
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	106,7	122,5	159,6	167,4	176,4	176,5	180,7	169,1
Otros activos netos (+)								
Pasivos (-)	23,4	21,9	22,0	22,3	23,0	26,2	26,1	25,5
Valores distintos de acciones	126,8	120,0	132,0	158,1	169,0	164,9	183,7	193,1
Préstamos	429,7	463,3	589,3	578,6	628,5	646,3	662,4	690,9
Acciones y otras participaciones	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.777,8	4.882,9	4.981,5	5.062,6	5.113,9
Reservas técnicas de seguro	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.092,8	4.183,6	4.268,9	4.335,9	4.387,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	669,6	685,0	699,3	712,6	726,7	726,8
= Riqueza financiera neta	-232,8	-78,2	-138,7	-144,2	-113,7	-112,5	-120,8	-129,0

Fuente: BCE.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los empresas de seguros y fondos de pensiones que forman parte de M3 (véase el glosario).



MERCADOS FINANCIEROS

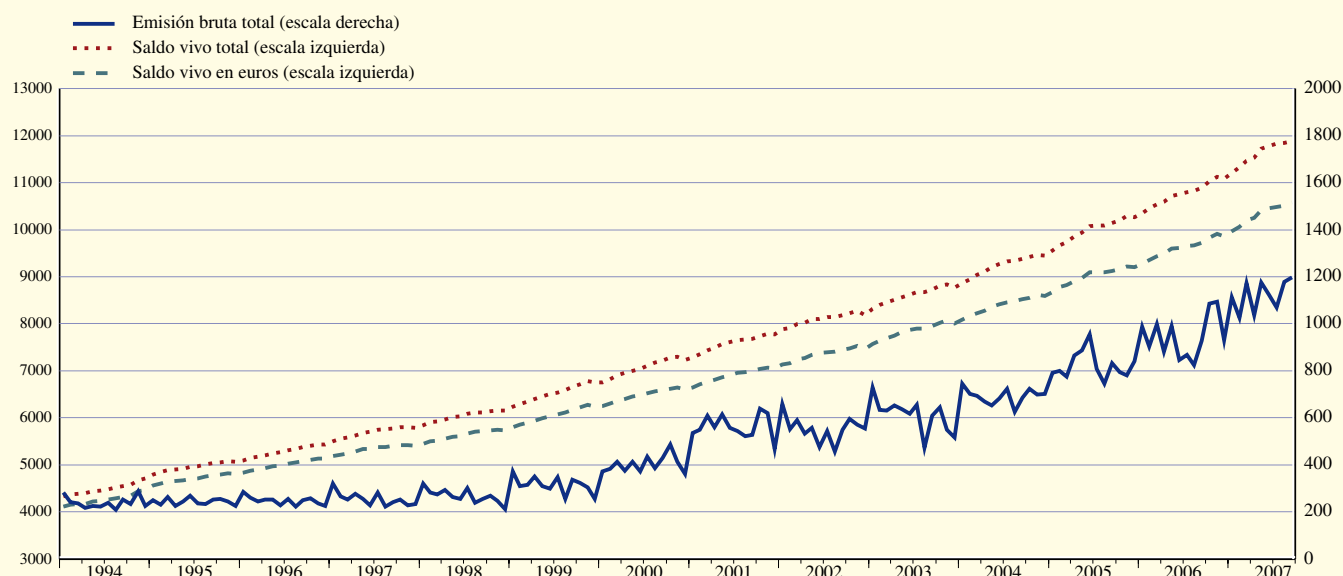
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
											11	12
Total												
2006 Sep	11.522,2	1.004,2	120,2	9.723,4	882,1	50,1	10.896,5	928,0	56,9	7,3	63,0	6,9
Oct	11.617,7	1.106,3	93,3	9.826,8	1.023,0	101,6	11.031,9	1.086,0	122,2	7,9	112,7	8,0
Nov	11.756,2	1.134,7	137,7	9.918,2	1.036,6	90,8	11.123,2	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2
Dic	11.732,4	977,3	-24,7	9.863,7	885,4	-55,8	11.078,7	930,1	-59,8	7,9	51,6	8,6
2007 Ene	11.831,0	1.145,7	98,9	9.960,8	1.052,1	97,5	11.205,7	1.111,7	116,0	7,9	74,8	8,9
Feb	11.940,9	1.044,7	110,0	10.057,3	958,3	96,6	11.321,8	1.024,4	123,5	8,2	94,8	9,3
Mar	12.172,5	1.258,0	230,4	10.194,1	1.119,0	135,5	11.464,3	1.171,6	141,7	8,5	107,4	10,1
Abr	12.195,2	1.039,8	22,4	10.249,3	981,4	54,8	11.530,1	1.036,4	72,0	8,5	63,2	9,0
May	12.408,6	1.216,4	214,3	10.410,4	1.113,9	162,0	11.718,8	1.175,4	183,9	9,0	138,0	9,7
Jun	12.538,9	1.219,7	130,2	10.454,6	1.067,5	44,2	11.776,3	1.123,7	54,7	9,2	48,6	9,6
Jul	12.546,0	1.074,8	6,0	10.486,7	1.002,6	31,2	11.826,6	1.068,3	52,4	9,2	68,1	9,5
Ago	12.575,2	1.183,1	29,4	10.513,9	1.130,5	27,4	11.849,2	1.178,9	28,4	9,2	85,5	9,2
Sep	12.669,2	1.240,7	92,3	10.573,5	1.151,4	58,0	11.879,7	1.196,8	46,9	9,1	58,4	8,2
A largo plazo												
2006 Sep	10.473,0	218,6	94,0	8.823,6	156,8	55,2	9.858,2	176,2	63,3	7,5	58,1	7,3
Oct	10.574,2	224,8	98,8	8.894,0	173,9	68,4	9.951,3	207,0	86,7	8,1	95,1	8,2
Nov	10.709,3	226,0	134,2	8.988,6	167,2	93,9	10.044,7	193,4	108,6	8,3	93,8	9,0
Dic	10.730,7	171,6	18,8	9.007,7	133,1	16,1	10.071,4	153,2	13,1	8,2	59,3	9,1
2007 Ene	10.806,9	231,3	76,2	9.058,0	176,6	50,5	10.140,3	200,4	61,5	8,1	67,7	9,3
Feb	10.906,1	237,4	99,4	9.140,9	189,6	83,1	10.237,0	223,2	104,6	8,4	82,4	9,5
Mar	11.043,4	277,6	137,2	9.237,0	212,6	95,9	10.336,0	233,4	101,0	8,6	77,8	9,9
Abr	11.084,8	181,7	41,1	9.268,3	155,2	31,0	10.373,2	176,9	44,7	8,6	52,9	8,9
May	11.271,3	266,4	188,2	9.403,4	198,7	136,7	10.529,2	225,0	152,0	9,1	108,3	9,1
Jun	11.371,5	258,6	98,8	9.468,3	190,2	63,5	10.609,8	216,6	77,0	8,9	46,7	8,8
Jul	11.401,5	197,8	29,5	9.482,9	161,6	14,3	10.636,5	187,6	28,5	8,8	49,7	8,4
Ago	11.395,4	102,4	-6,6	9.475,7	86,6	-7,7	10.634,4	103,8	-2,6	8,6	50,4	7,7
Sep	11.420,6	155,1	23,8	9.493,4	130,3	16,4	10.623,8	142,8	13,5	8,0	9,0	6,2

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

(mm de euros)



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

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2005	10.269	4.119	933	607	4.327	283	9.874	6.988	325	1.031	1.435	95
2006	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	11.334	8.377	420	1.113	1.339	85
2006 IV	11.079	4.563	1.167	636	4.408	305	3.109	2.364	147	334	241	23
2007 I	11.464	4.758	1.260	648	4.489	309	3.308	2.446	140	285	415	23
II	11.776	4.865	1.318	684	4.601	308	3.335	2.359	117	453	389	18
III	11.880	4.951	1.356	677	4.586	310	3.444	2.601	87	392	345	19
2007 Jun	11.776	4.865	1.318	684	4.601	308	1.124	785	37	164	132	6
Jul	11.827	4.902	1.347	693	4.577	307	1.068	749	46	152	115	6
Ago	11.849	4.930	1.358	683	4.571	308	1.179	920	22	135	97	5
Sep	11.880	4.951	1.356	677	4.586	310	1.197	932	20	105	132	8
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.007	568	12	94	329	4	9.172	7.372	60	1.023	686	31
2006 IV	1.007	568	12	94	329	4	2.555	2.085	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
II	1.166	623	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
III	1.256	712	12	117	409	7	3.010	2.404	9	378	207	11
2007 Jun	1.166	623	11	120	407	5	907	686	5	145	69	3
Jul	1.190	642	10	128	406	5	881	672	3	142	60	3
Ago	1.215	666	11	119	413	5	1.075	862	3	134	72	3
Sep	1.256	712	12	117	409	7	1.054	870	2	102	75	5
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.323	3.637	926	516	3.966	278	2.077	942	280	88	706	61
2006	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	2.162	1.005	360	90	653	54
2006 IV	10.071	3.995	1.155	542	4.079	301	554	279	133	29	97	16
2007 I	10.336	4.137	1.248	542	4.105	304	657	313	123	13	192	14
II	10.610	4.242	1.307	563	4.194	304	619	287	105	40	179	8
III	10.624	4.239	1.344	560	4.177	304	434	197	78	14	138	8
2007 Jun	10.610	4.242	1.307	563	4.194	304	217	99	32	19	64	3
Jul	10.637	4.261	1.337	566	4.171	302	188	77	43	10	55	3
Ago	10.634	4.264	1.347	564	4.158	303	104	57	18	1	25	2
Sep	10.624	4.239	1.344	560	4.177	304	143	62	17	3	58	3
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.724	2.020	462	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.050	2.138	543	413	3.719	237	1.292	478	142	56	576	39
2006 IV	7.050	2.138	543	413	3.719	237	281	117	46	18	90	10
2007 I	7.163	2.211	568	413	3.728	243	402	172	40	9	169	13
II	7.306	2.256	583	426	3.798	244	339	132	28	24	147	7
III	7.304	2.253	590	421	3.793	247	261	100	24	7	123	7
2007 Jun	7.306	2.256	583	426	3.798	244	120	51	5	11	50	2
Jul	7.297	2.267	588	426	3.771	245	109	41	10	5	50	3
Ago	7.299	2.269	595	425	3.764	245	66	32	12	0	21	2
Sep	7.304	2.253	590	421	3.793	247	86	27	2	1	52	3
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	604	115	314	64	716	405	215	31	51	15
2006 IV	2.603	1.507	604	115	314	64	232	124	86	11	5	6
2007 I	2.725	1.560	670	115	320	61	213	114	82	4	13	1
II	2.846	1.603	714	126	343	59	227	111	76	16	23	1
III	2.869	1.605	741	127	338	57	135	69	50	7	8	1
2007 Jun	2.846	1.603	714	126	343	59	82	38	27	7	9	1
Jul	2.871	1.602	738	128	345	57	64	24	32	5	3	0
Ago	2.866	1.606	740	127	336	57	27	19	5	1	2	1
Sep	2.869	1.605	741	127	338	57	44	26	13	1	4	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

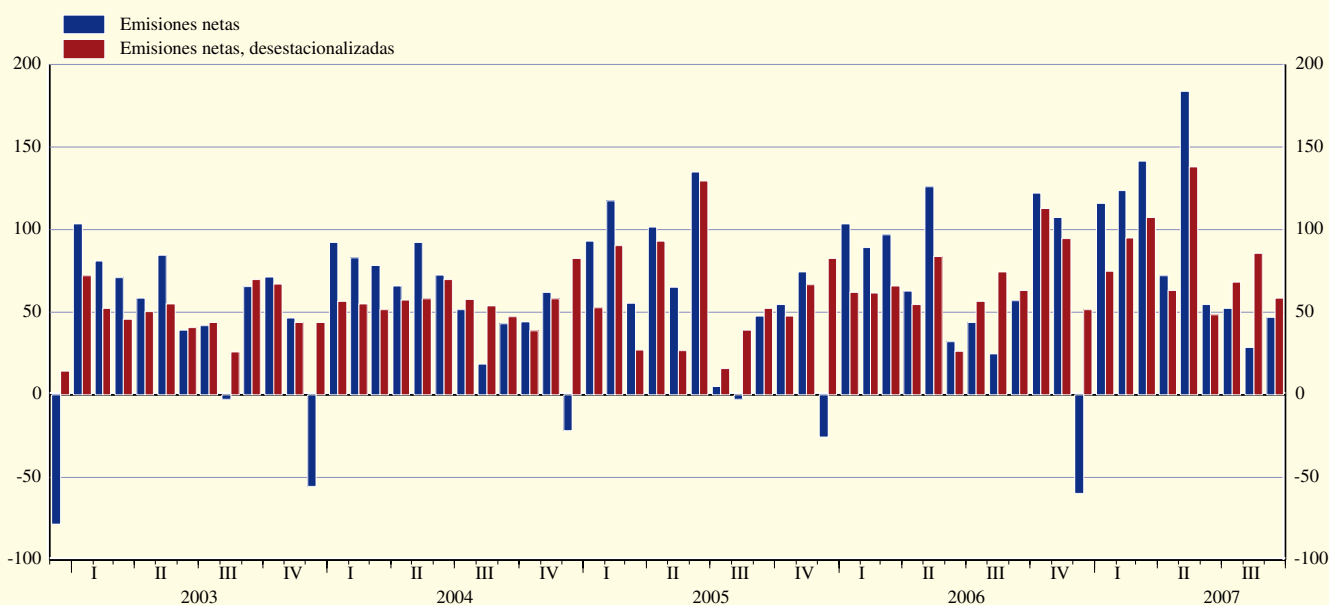
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	720,4	319,8	175,8	20,9	171,5	32,4	723,3	323,7	172,5	20,8	173,8	32,6
2006	805,6	418,6	241,7	32,5	90,5	22,4	807,2	423,9	238,0	32,8	90,1	22,4
2006 IV	169,8	97,8	99,0	7,6	-41,2	6,7	258,9	133,1	70,8	11,9	38,2	5,0
2007 I	381,2	187,1	94,6	13,0	82,7	3,9	276,9	122,5	111,9	10,6	29,3	2,6
II	310,6	102,5	59,5	36,3	112,4	-0,1	249,8	110,7	46,1	28,1	65,7	-0,9
III	127,7	99,6	42,1	-4,9	-11,1	2,1	212,0	125,2	70,2	2,1	8,4	6,1
2007 Jun	54,7	-7,7	21,3	14,3	26,5	0,3	48,6	15,3	4,7	16,1	13,9	-1,4
Jul	52,4	37,1	29,3	10,1	-23,0	-1,1	68,1	33,0	32,5	8,5	-5,8	0,0
Ago	28,4	33,6	10,8	-10,3	-6,3	0,6	85,5	53,1	30,6	-6,5	6,0	2,4
Sep	46,9	29,0	2,0	-4,7	18,1	2,6	58,4	39,1	7,1	0,2	8,3	3,7
A largo plazo												
2005	712,8	296,4	176,2	21,3	186,3	32,7	713,9	298,0	173,0	21,0	189,1	32,8
2006	758,8	348,5	236,3	29,2	121,5	23,3	758,8	350,4	232,8	29,0	123,3	23,3
2006 IV	208,4	96,3	98,3	9,8	-3,2	7,2	248,1	121,2	70,1	7,3	44,0	5,5
2007 I	267,1	141,1	94,9	1,0	26,7	3,3	227,9	107,2	111,9	7,4	-0,9	2,1
II	273,7	101,3	60,6	22,3	90,2	-0,6	207,9	97,1	47,1	15,8	49,2	-1,3
III	39,4	13,2	41,5	-1,5	-14,0	0,3	109,1	26,9	70,0	1,1	7,0	4,1
2007 Jun	77,0	20,4	22,0	13,8	20,5	0,4	46,7	25,5	5,2	10,7	6,7	-1,5
Jul	28,5	18,8	30,2	2,4	-21,8	-1,2	49,7	17,2	33,7	1,2	-2,6	0,2
Ago	-2,6	2,7	9,7	-1,7	-13,8	0,6	50,4	20,4	29,6	0,8	-2,6	2,3
Sep	13,5	-8,3	1,6	-2,3	21,6	0,8	9,0	-10,6	6,6	-0,9	12,3	1,6

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

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



Fuente: BCE.

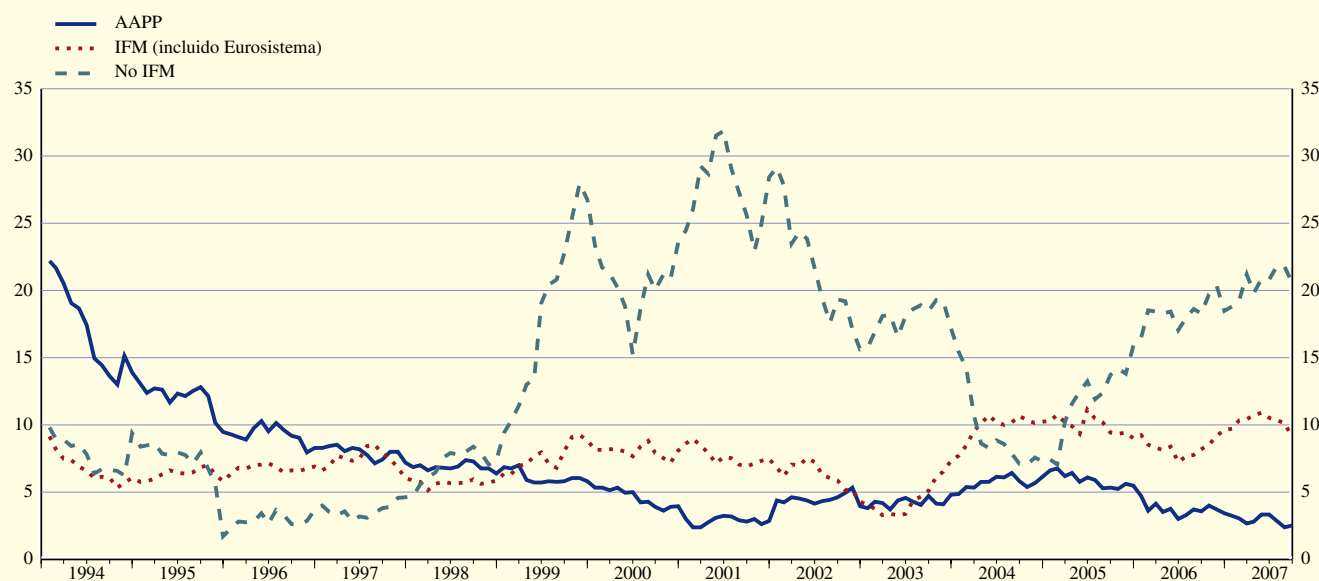
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2006 Sep	7,3	9,0	26,4	3,9	2,2	10,4	6,9	9,1	23,4	4,2	1,7	8,1
Oct	7,9	9,6	29,1	3,5	2,6	9,5	8,0	10,2	27,8	4,1	2,3	8,5
Nov	8,2	10,0	29,6	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,1	3,6	3,2	7,0
Dic	7,9	10,2	26,0	5,4	2,1	7,9	8,6	10,9	26,8	4,1	3,2	5,6
2007 Ene	7,9	10,5	26,6	4,5	1,9	7,4	8,9	11,9	27,9	4,9	2,7	4,4
Feb	8,2	10,7	27,3	4,7	2,1	5,8	9,3	12,2	30,6	7,5	2,3	2,1
Mar	8,5	10,4	30,0	5,7	2,4	6,7	10,1	11,8	36,7	7,3	3,1	5,1
Abr	8,5	10,6	27,9	6,0	2,6	7,3	9,0	10,9	28,1	7,7	2,9	6,1
May	9,0	10,4	29,7	6,0	3,5	5,1	9,7	11,5	30,1	8,1	3,8	3,3
Jun	9,2	10,6	28,2	8,2	3,8	3,4	9,6	10,4	29,4	12,4	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	28,9	10,1	3,3	2,6	9,5	9,7	30,1	15,5	3,9	0,7
Ago	9,2	11,0	28,9	9,7	3,1	2,6	9,2	9,9	27,5	12,0	3,9	3,0
Sep	9,1	10,9	27,6	8,3	3,2	4,2	8,2	10,2	19,4	9,5	3,3	3,4
A largo plazo												
2006 Sep	7,5	8,2	26,1	5,3	3,1	10,9	7,3	8,7	22,6	4,9	2,6	8,5
Oct	8,1	8,5	28,8	4,7	3,6	10,0	8,2	9,5	27,3	3,7	3,2	9,0
Nov	8,3	9,2	29,3	5,1	3,3	9,4	9,0	10,6	28,8	2,5	3,9	7,6
Dic	8,2	9,6	25,6	5,7	3,1	8,4	9,1	10,6	26,7	3,8	4,3	6,2
2007 Ene	8,1	9,7	26,3	5,4	2,9	7,6	9,3	11,4	27,8	6,0	3,6	4,8
Feb	8,4	10,3	27,1	4,8	2,9	6,0	9,5	12,4	30,8	6,2	2,6	2,6
Mar	8,6	10,4	29,7	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,0	5,6	2,1	5,2
Abr	8,6	10,7	27,8	4,8	2,5	7,4	8,9	11,9	28,5	5,8	1,7	5,8
May	9,1	10,9	29,7	4,2	3,2	5,1	9,1	11,2	30,4	6,0	2,5	2,8
Jun	8,9	10,5	28,4	6,3	3,3	3,4	8,8	10,4	29,9	8,8	2,4	0,6
Jul	8,8	10,3	29,3	7,2	2,9	2,7	8,4	9,3	30,9	8,3	2,1	0,6
Ago	8,6	10,2	29,2	7,0	2,4	2,6	7,7	8,0	27,9	7,9	2,1	2,7
Sep	8,0	9,0	27,9	5,9	2,4	3,5	6,2	6,1	19,7	6,3	2,8	1,9

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

(tasas de variación interanual)



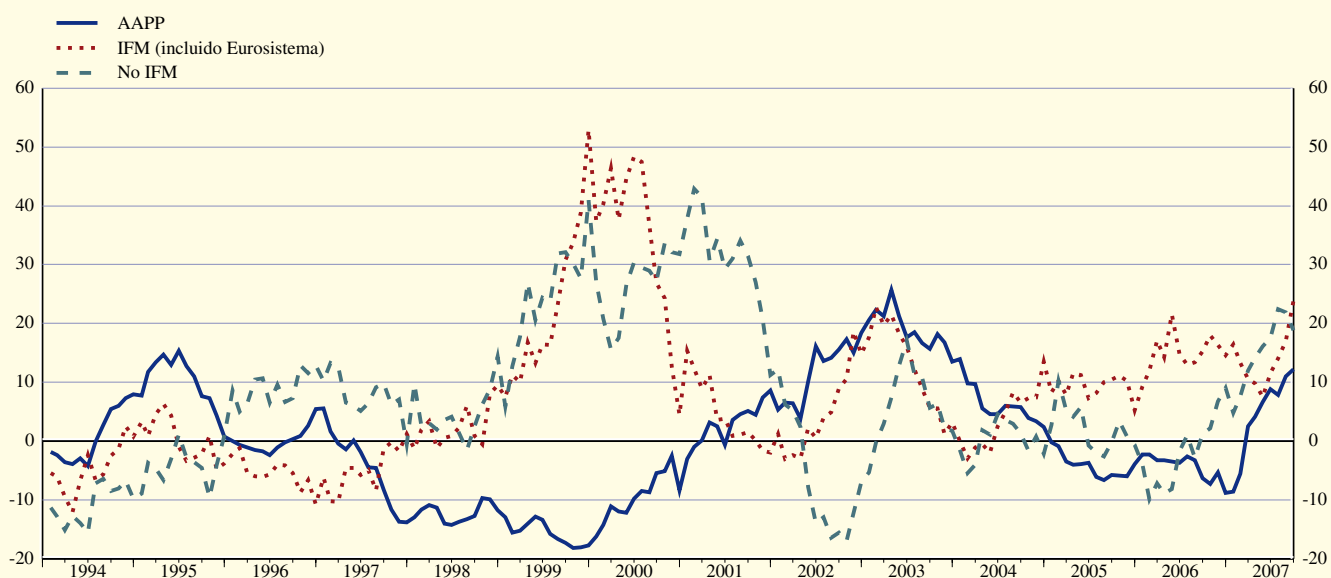
Fuente: BCE.

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

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

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,5	0,4	5,5	15,0	19,5	18,6	35,6	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	0,9	3,1	13,4	16,4	11,8	41,1	28,0	5,2	4,5
2006 IV	5,1	5,5	19,9	1,1	3,1	11,1	15,5	11,0	36,2	27,3	5,5	4,8
2007 I	5,3	6,4	20,5	2,7	2,9	7,9	15,2	12,1	33,2	21,8	1,5	4,1
II	5,5	7,6	19,8	2,7	2,6	7,7	16,5	12,1	37,5	18,9	5,7	-0,7
III	5,4	8,0	17,5	4,6	2,3	5,1	16,2	11,1	39,3	19,5	4,7	-5,4
2007 Abr	5,4	7,7	19,8	2,5	2,2	9,0	16,2	12,3	35,5	19,7	5,7	1,8
May	5,7	7,4	20,9	2,1	3,0	7,4	16,5	12,1	38,0	16,9	6,0	-3,3
Jun	5,7	8,2	17,0	3,9	3,0	5,3	16,9	11,8	39,2	19,6	7,0	-3,6
Jul	5,4	8,4	17,5	4,9	2,2	5,0	16,6	11,0	40,2	20,2	6,5	-6,1
Ago	5,3	8,2	18,2	5,1	1,9	4,9	16,0	11,1	39,2	19,1	3,3	-5,7
Sep	5,0	6,8	16,6	3,9	2,5	5,8	15,3	10,6	38,1	18,6	1,5	-5,1
En euros												
2005	4,3	0,9	8,9	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,0	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,2	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,4	3,6
2006 IV	4,3	4,1	15,0	-0,3	3,3	11,1	14,5	9,5	33,4	30,2	5,6	3,8
2007 I	4,7	5,4	16,0	1,1	3,2	7,9	14,0	10,9	29,7	23,2	1,5	3,6
II	4,8	6,8	16,2	0,8	2,9	7,6	15,8	11,2	35,0	19,6	5,8	-1,3
III	4,7	7,1	14,5	3,3	2,5	5,3	15,7	10,3	37,6	18,6	4,8	-6,3
2007 Abr	4,7	7,0	16,3	0,6	2,5	8,9	15,5	11,4	32,9	20,9	5,8	1,4
May	5,1	6,6	17,2	0,2	3,3	7,2	15,8	11,1	35,7	17,5	6,1	-3,9
Jun	5,0	7,2	14,0	2,3	3,2	5,3	16,4	10,9	37,5	19,4	7,1	-4,3
Jul	4,7	7,4	14,7	3,7	2,4	5,1	15,9	9,9	38,4	19,4	6,6	-7,0
Ago	4,6	7,4	15,1	3,8	2,1	5,1	15,5	10,5	37,4	18,0	3,4	-6,7
Sep	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	6,1	14,8	9,9	36,4	17,6	1,7	-6,1

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



Fuente: BCE.

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

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

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

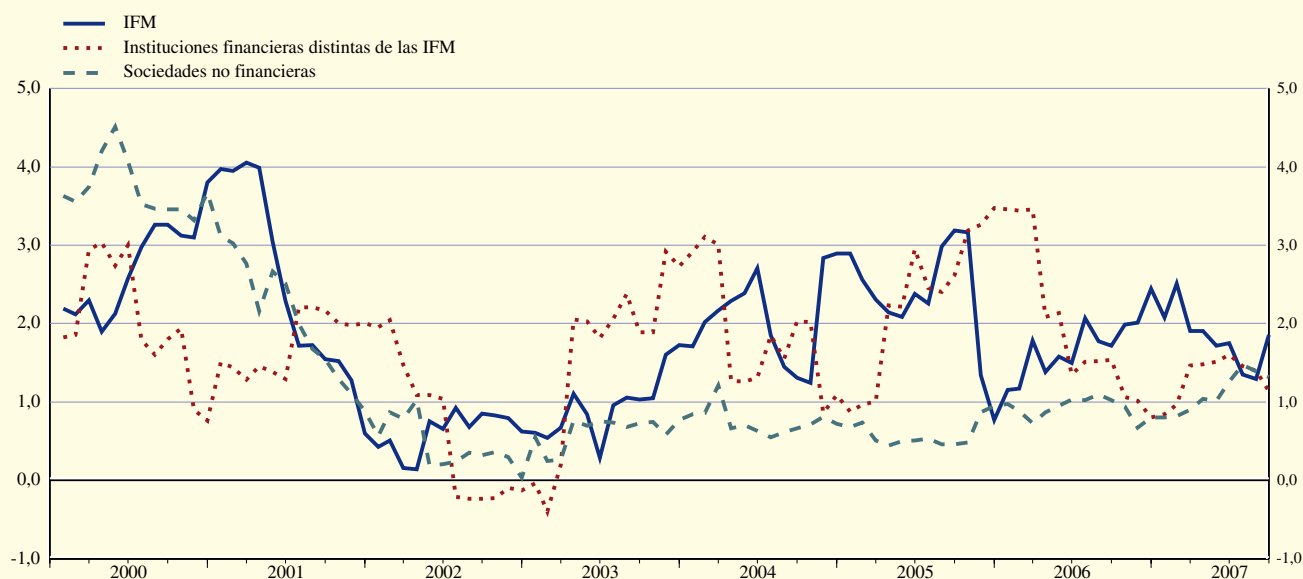
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(salos 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 Sep	4.834,1	103,0	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
Oct	4.666,6	103,1	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,4	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,5	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.296,6	103,6	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
Feb	5.436,6	103,6	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
Mar	5.637,3	103,7	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
Abr	5.662,8	103,8	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
May	5.373,0	103,9	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
Jun	5.384,8	104,0	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
Jul	5.381,0	104,1	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
Ago	5.545,2	104,2	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
Sep	5.684,5	104,2	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.090,7	1,0
Oct	5.866,0	104,3	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.235,9	0,9
Nov	5.922,6	104,4	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
Dic	6.139,4	104,6	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 Ene	6.310,4	104,6	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
Feb	6.223,4	104,8	1,1	1.081,2	2,5	633,4	1,0	4.508,8	0,8
Mar	6.423,5	104,8	1,1	1.099,9	1,9	644,6	1,5	4.678,9	0,9
Abr	6.671,7	105,0	1,2	1.156,5	1,9	670,5	1,5	4.844,7	1,0
May	6.944,3	105,1	1,2	1.161,3	1,7	684,0	1,5	5.099,0	1,0
Jun	6.862,1	105,4	1,4	1.115,5	1,8	671,8	1,6	5.074,8	1,3
Jul	6.639,8	105,7	1,5	1.081,1	1,4	607,5	1,5	4.951,1	1,5
Ago	6.521,5	105,6	1,4	1.041,6	1,3	582,6	1,4	4.897,3	1,4
Sep	6.651,9	105,7	1,4	1.030,5	1,9	595,9	1,1	5.025,5	1,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

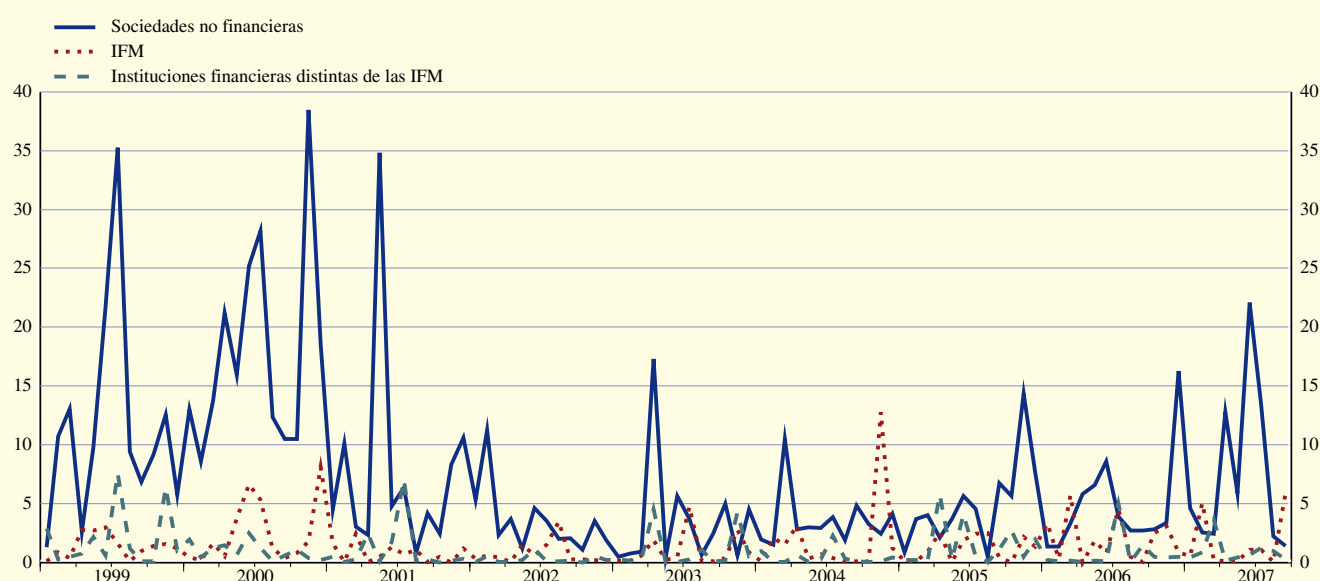
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	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 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	0,4	0,0	0,4	5,8	1,8	4,0
Jun	23,7	1,6	22,2	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,1	1,6	20,5
Jul	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,3	1,5	11,8
Ago	3,2	6,6	-3,4	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	2,2	5,1	-2,8
Sep	7,5	2,5	5,1	5,9	0,0	5,9	0,2	0,3	-0,1	1,4	2,1	-0,7

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 Oct	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
Nov	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,46	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,95	3,87	3,41
2007 Ene	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
Feb	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
Mar	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,83	3,72	3,64
Abr	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
May	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
Sep	1,15	4,06	3,98	2,93	2,58	3,50	1,91	4,14	4,35	4,42	3,97

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 Oct	10,03	7,50	5,99	8,17	7,76	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	4,93	5,18	4,80
Nov	10,07	7,66	6,12	8,15	7,81	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
Dic	10,03	7,56	6,05	7,97	7,71	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 Ene	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,25	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
Jul	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
Ago	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
Sep	10,56	8,47	6,82	8,37	8,53	5,22	4,99	5,08	4,98	5,36	5,46	5,87	5,44

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2006 Oct	5,76	4,91	5,17	4,57	4,24	4,38	4,45
Nov	5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic	5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
Feb	6,03	5,21	5,44	4,86	4,51	4,69	4,71
Mar	6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
Abr	6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
May	6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
Jun	6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
Jul	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
Ago	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
Sep	6,49	5,93	5,88	5,17	5,20	5,58	5,40

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.

4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
Feb	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Abr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
May	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
Jun	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
Sep	1,15	3,68	3,05	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93

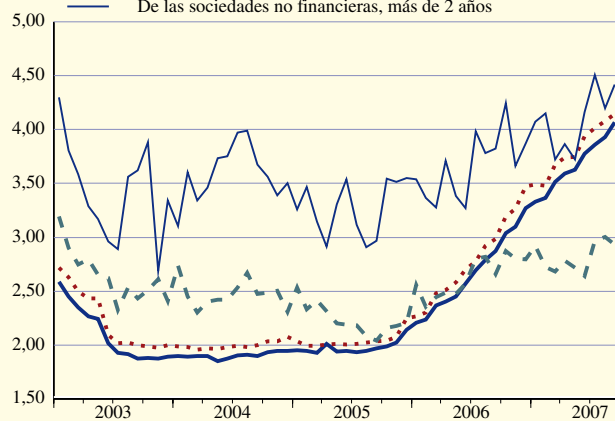
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Oct	4,90	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,33	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,01	4,34	4,70	8,41	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
Jun	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,36	4,64	4,94	9,02	7,00	6,13	5,91	5,33	5,13

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

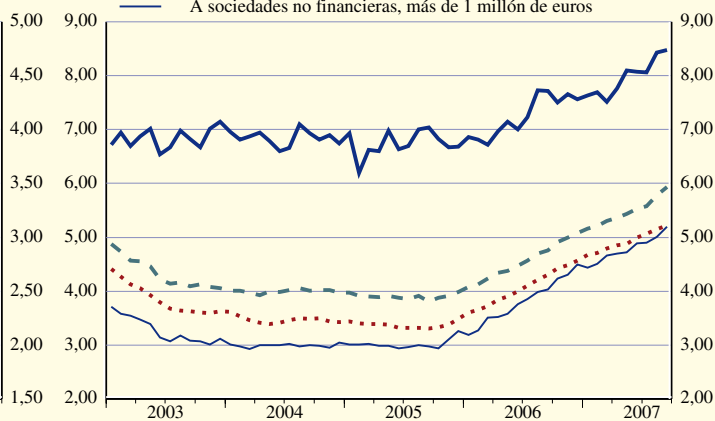
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- A hogares para consumo
- A hogares para adquisición de vivienda
- A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

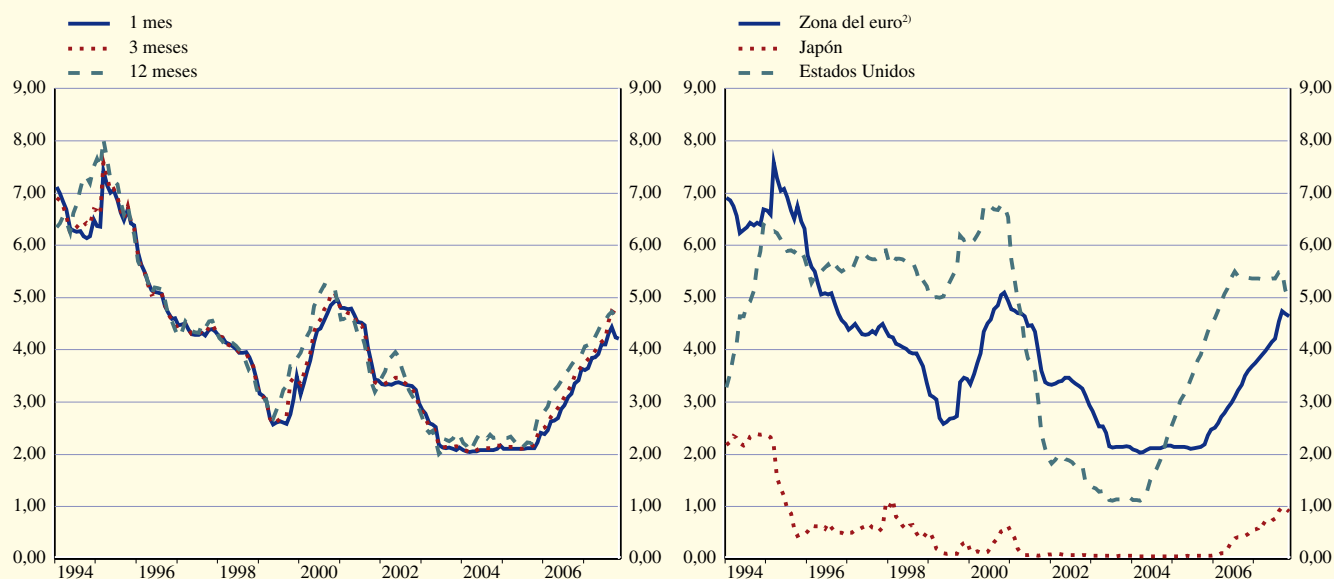
	Zona del euro ^{1,2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2006 III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
2006 Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91

C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

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

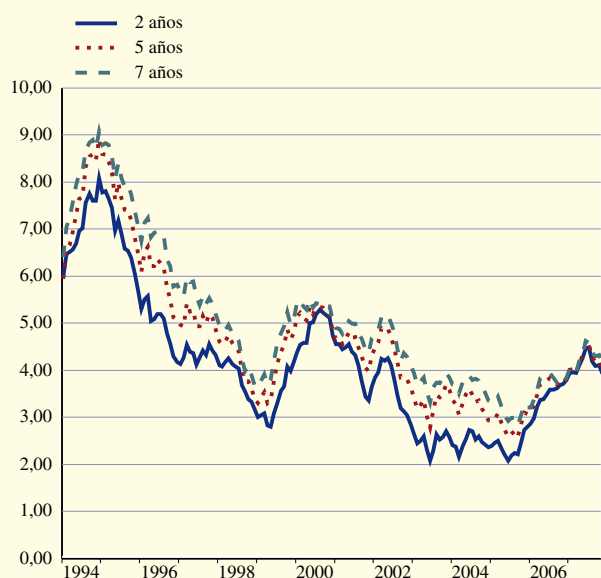
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 I	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
II	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
III	4,26	4,30	4,34	4,42	4,48	4,74	1,72
2006 Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
Abr	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
May	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
Jun	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89
Jul	4,48	4,52	4,55	4,59	4,63	5,01	1,89
Ago	4,19	4,23	4,27	4,38	4,43	4,68	1,65
Sep	4,10	4,14	4,19	4,30	4,37	4,51	1,61
Oct	4,11	4,16	4,21	4,32	4,40	4,52	1,66
Nov	3,93	3,96	3,99	4,15	4,26	4,16	1,51

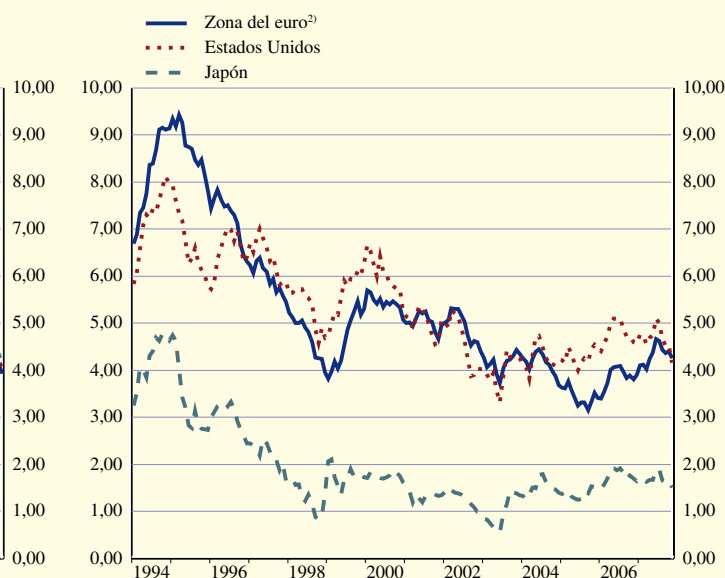
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) 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.
- 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.

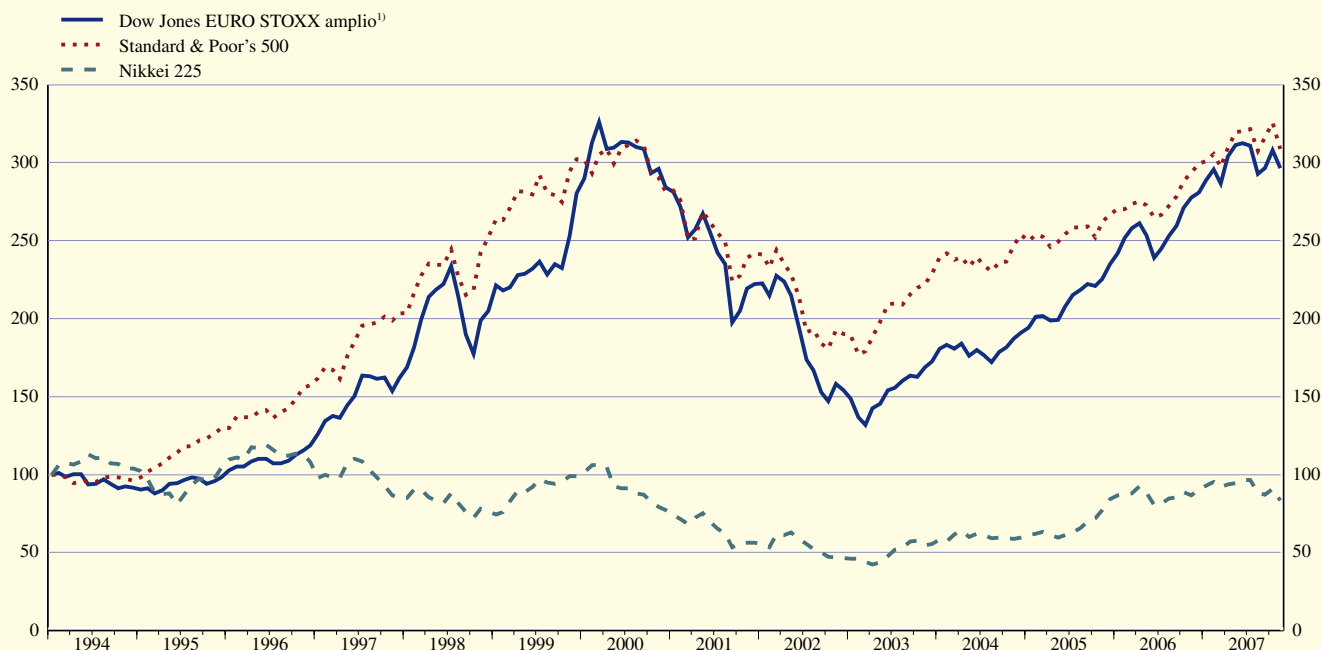
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2006 III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
2006 Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
Nov	411,1	4.311,1	548,7	225,3	380,2	450,3	368,7	476,6	400,6	623,8	554,7	500,9	1.460,3	15.506,1

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
			Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0
2006 III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,8	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,1	0,8	0,7	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,9
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	0,0	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,4	0,8	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,0	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1
2007 Jun	104,5	1,9	1,9	1,5	2,6	0,2	0,2	0,3	0,1	0,5	0,2	1,8	2,3
Jul	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,1	0,4	0,0	0,5	0,2	1,7	2,1
Ago	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,1	1,7	2,1
Sep	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,2	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1
Oct	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,2	0,9	0,2	0,6	0,2	2,6	2,2
Nov ⁴⁾		3,0											

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2006 III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
III	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
2007 May	2,4	1,9	3,1	0,9	1,0	0,3	2,8	2,0	2,8	-1,8	2,9	3,6
Jun	2,4	2,0	3,0	1,0	1,0	0,9	2,8	2,0	2,4	-1,8	3,0	3,5
Jul	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	3,0	3,5
Ago	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4
Sep	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2
Oct	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2007.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero		No duradero					
		Total excluida energía													
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,2	1,1	0,6	1,2	3,7	2,4	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	4,1	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2006 III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,6	1,9	1,8	1,9	11,7	4,6	-	13,4	26,6	55,7
IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	4,6	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,5	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,5	-	-3,1	13,8	51,0
III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,8	-	-	2,0	6,7	54,2
2007 Jun	118,8	2,3	2,6	3,1	5,1	1,9	1,7	1,8	1,6	-0,5	-	-	0,3	14,2	52,6
Jul	119,1	1,8	2,3	2,9	4,6	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,9	-	-	-1,7	7,8	55,2
Ago	119,2	1,8	2,3	3,0	4,3	1,7	2,4	1,8	2,5	-2,0	-	-	-3,4	5,4	52,4
Sep	119,6	2,7	3,4	3,1	4,1	1,6	2,9	1,9	3,0	1,6	-	-	12,1	6,9	55,2
Oct	120,4	3,3	3,9	3,1	4,0	1,5	3,3	1,8	3,5	4,0	-	-	19,5	3,5	57,7
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26,9	-0,1	62,8

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,2	2,9	4,0	3,3	4,0	3,0	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,7	2,8	2,8	2,1	2,1
2005	116,5	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,6	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 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
III	-	-	-	-	-	-	-	2,2

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

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

3) Se refiere a precios expresados en euros.

4) Brent (para entrega en un mes).

5) En el año 2000.

6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.

7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

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

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2003	7.489,9	7.333,2	4.295,5	1.531,4	1.505,6	0,7	156,8	2.640,2	2.483,4
2004	7.774,6	7.614,2	4.449,6	1.587,1	1.572,8	4,7	160,3	2.844,4	2.684,0
2005	8.051,9	7.933,1	4.612,9	1.651,0	1.656,7	12,4	118,8	3.057,7	2.938,9
2006	8.440,7	8.338,6	4.801,5	1.719,2	1.790,4	27,5	102,0	3.391,1	3.289,1
2006 III	2.122,9	2.102,8	1.206,9	431,3	452,3	12,3	20,1	852,0	831,9
IV	2.149,4	2.110,6	1.215,3	432,9	462,4	0,0	38,8	879,1	840,3
2007 I	2.180,6	2.147,1	1.220,3	439,7	475,7	11,4	33,5	890,5	857,0
II	2.202,3	2.160,0	1.235,1	441,4	479,0	4,3	42,3	905,1	862,8
III	2.227,6	2.187,4	1.247,3	446,1	485,3	8,8	40,2	929,4	889,1
en porcentaje del PIB									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾									
tasas de variación intertrimestral									
2006 III	0,6	0,8	0,5	0,5	0,9	-	-	1,0	1,7
IV	0,8	0,3	0,5	0,4	1,6	-	-	3,0	1,7
2007 I	0,8	1,0	0,0	0,9	1,8	-	-	0,9	1,4
II	0,3	0,0	0,6	0,2	0,0	-	-	0,8	0,1
III	0,7	0,8	0,5	0,6	0,9	-	-	2,5	2,7
tasas de variación interanual									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,3	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,6	1,3	2,2	-	-	7,0	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,7	-	-	4,5	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	4,9	-	-	7,8	7,6
2006 III	2,9	3,0	1,7	1,9	5,0	-	-	6,6	7,2
IV	3,3	2,5	2,1	2,1	5,8	-	-	8,9	6,9
2007 I	3,2	2,9	1,4	2,0	7,1	-	-	6,6	6,1
II	2,5	2,1	1,5	2,0	4,3	-	-	5,9	4,9
III	2,7	2,1	1,6	2,0	4,4	-	-	7,4	6,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2006 III	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,2	-	-
IV	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	-0,4	0,6	-	-
2007 I	0,8	0,9	0,0	0,2	0,4	0,4	-0,2	-	-
II	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,4	0,3	-	-
III	0,7	0,8	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 III	2,9	3,0	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
IV	3,3	2,5	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,2	2,9	0,8	0,4	1,5	0,2	0,3	-	-
II	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-
III	2,7	2,0	0,9	0,4	0,9	-0,2	0,6	-	-

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	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2003	6.728,9	150,9	1.394,6	390,8	1.427,6	1.831,6	1.533,5	761,1
2004	6.978,7	153,8	1.430,3	412,6	1.479,1	1.908,7	1.594,3	795,8
2005	7.213,2	142,2	1.458,0	438,7	1.518,4	1.999,6	1.656,4	838,6
2006	7.537,5	138,1	1.521,9	481,2	1.572,0	2.105,6	1.718,8	903,2
2006 III	1.898,5	34,9	383,1	122,2	396,5	530,0	431,9	224,4
IV	1.916,6	35,3	387,3	124,8	400,1	535,7	433,3	232,9
2007 I	1.942,5	35,6	395,0	128,8	403,1	541,7	438,3	238,0
II	1.963,7	35,9	399,9	129,5	407,0	549,9	441,5	238,6
III	1.991,4	37,9	405,7	131,3	411,6	559,0	445,8	236,2
en porcentaje del valor añadido								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,9	27,9	22,8	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2006 III	0,6	-0,4	0,8	0,9	0,8	0,5	0,2	0,5
IV	0,7	0,5	0,9	1,2	0,7	0,7	0,3	2,0
2007 I	0,9	1,4	1,2	2,1	0,7	0,8	0,6	-0,2
II	0,4	-1,1	0,5	-1,3	0,7	0,7	0,2	-0,6
III	0,7	-0,7	1,3	0,0	0,9	0,7	0,3	0,7
tasas de variación interanual								
2003	0,7	-6,0	0,4	0,1	0,6	1,5	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,8	2,4	1,7	1,4	1,6
2005	1,5	-5,9	0,6	1,4	1,6	2,7	1,4	1,6
2006	2,7	-1,7	3,8	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 III	2,9	-2,4	4,2	4,8	3,2	3,1	1,2	2,5
IV	3,2	0,2	4,6	5,2	3,7	3,3	1,2	3,8
2007 I	3,2	1,7	4,0	7,4	3,4	3,3	1,4	2,7
II	2,6	0,5	3,6	3,0	2,9	2,8	1,3	1,6
III	2,7	0,1	4,0	2,1	3,0	3,0	1,4	1,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2006 III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2007 I	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
III	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
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 III	2,9	0,0	0,8	0,3	0,7	0,9	0,3	-
IV	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-
2007 I	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	0,9	0,3	-
II	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-
III	2,7	0,0	0,8	0,1	0,6	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
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero		No duradero	
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	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	1,4	-0,2
2006	3,8	108,0	4,0	4,3	4,4	4,9	5,9	2,4	4,2	2,1	0,9	4,1
2006 IV	4,2	109,4	4,0	4,9	4,9	5,4	6,7	3,2	5,5	2,8	-3,2	7,0
2007 I	4,7	110,5	3,9	5,9	6,0	6,6	7,0	4,0	4,2	4,0	-7,6	10,9
II	3,0	111,0	2,7	3,2	3,2	3,1	4,6	2,1	1,3	2,3	-0,5	2,6
III	3,7	112,6	3,9	4,1	4,1	3,2	6,5	3,1	2,0	3,3	1,4	1,6
2007 Abr	3,0	110,2	2,9	3,9	4,1	3,9	5,2	2,7	1,5	2,9	-3,2	3,7
May	2,6	111,3	2,7	2,9	2,9	2,6	3,9	2,1	0,4	2,4	2,0	2,8
Jun	3,3	111,3	2,5	2,8	2,7	2,7	4,6	1,6	2,1	1,5	-0,3	1,4
Jul	3,8	112,1	4,0	4,7	4,8	4,0	7,1	2,9	1,7	3,1	-1,0	1,5
Ago	4,2	113,4	4,4	4,7	4,8	3,2	7,1	5,1	4,6	5,1	1,6	2,5
Sep	3,2	112,5	3,3	3,1	3,0	2,5	5,5	1,7	0,9	1,8	3,8	1,0
	tasas de variación intermensual (d.)											
2007 Abr	-1,8	-	-0,8	-1,0	-1,5	-1,5	-0,9	-1,1	-1,8	-0,9	0,9	-1,2
May	1,0	-	1,0	0,8	1,0	0,8	1,1	0,8	1,6	0,6	2,8	0,2
Jun	0,6	-	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	-0,3	0,1	-0,4	1,0	0,0
Jul	0,4	-	0,7	0,8	0,7	0,5	1,5	0,3	-0,2	0,4	-0,2	0,2
Ago	1,1	-	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	1,8	3,9	1,4	0,7	0,3
Sep	-0,9	-	-0,8	-1,2	-1,3	-1,5	-1,0	-1,6	-3,7	-1,3	0,8	-0,1

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios		Total (d.) miles ³⁾	Total	
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	104,0	7,3	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	971	3,1
2006 IV	122,9	7,3	121,9	7,6	3,4	109,8	2,3	-0,2	3,5	3,1	7,0	989	5,7
2007 I	124,9	7,9	124,5	7,6	2,6	109,6	1,6	0,4	2,4	4,2	4,2	950	-1,8
II	128,6	10,4	126,0	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,7	3,0	2,3	952	-1,9
III	128,3	6,3	127,4	6,2	2,4	110,5	1,2	-0,7	2,4	5,1	2,3	960	0,7
2007 May	127,3	7,3	126,3	5,0	1,0	109,3	0,0	-0,4	0,0	-1,9	0,8	967	-0,8
Jun	132,7	13,5	127,7	5,2	2,4	110,0	1,1	-0,7	2,8	4,1	3,5	971	0,7
Jul	128,4	12,0	127,5	10,3	2,4	110,4	1,4	-1,8	3,5	5,6	4,1	949	0,9
Ago	129,4	5,3	128,3	6,3	2,0	110,4	0,8	0,2	1,2	0,9	1,9	959	0,7
Sep	127,2	1,8	126,3	2,4	2,7	110,6	1,5	-0,4	2,5	8,7	0,8	971	0,4
Oct	.	.	.	.	2,7	109,8	0,2	0,6	0,1	.	.	960	-0,3
	tasas de variación intermensual (d.)												
2007 May	-	1,2	-	1,9	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,8	-3,5	-0,4	-	5,4
Jun	-	4,2	-	1,1	0,8	-	0,6	-0,1	1,2	3,0	1,3	-	0,4
Jul	-	-3,2	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,1	0,4	1,0	0,5	-	-2,2
Ago	-	0,7	-	0,6	0,1	-	0,0	0,2	-0,2	-0,3	0,5	-	1,0
Sep	-	-1,7	-	-1,6	0,5	-	0,2	0,2	0,2	1,9	-1,2	-	1,2
Oct	-	.	-	.	-0,3	-	-0,7	-0,2	-1,1	.	.	-	-1,1

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores ³⁾					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
II	111,6	6	8	4	15	84,6	-2	-1	0	2	-7
III	109,3	4	5	5	13	84,3	-4	-2	-3	3	-7
2007 Jun	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7
Jul	111,0	5	6	5	14	84,3	-2	-1	1	0	-7
Ago	110,0	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
Sep	106,9	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
Oct	106,0	2	1	7	11	84,2	-6	-3	-6	5	-10
Nov	104,8	3	2	7	12	-	-8	-4	-11	7	-11

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 III	3	-2	7	2	5	13	14	19	14	19	25
IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 I	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
II	0	-6	6	1	4	13	14	22	19	22	25
III	-1	-8	7	1	7	14	10	20	16	20	24
2007 Jun	1	-5	6	2	4	12	13	21	18	20	25
Jul	0	-6	6	3	9	14	13	21	17	21	26
Ago	-1	-9	6	3	10	14	13	21	17	21	24
Sep	0	-8	8	-3	2	15	4	18	13	18	22
Oct	-2	-9	6	-2	3	17	8	18	15	17	22
Nov	-4	-12	4	2	6	15	15	14	10	12	18

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2006.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,2	17,6	7,6	25,1	15,5	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,153	0,4	0,4	0,8	-2,6	-1,4	0,5	0,8	0,9	1,6
2004	137,368	0,9	0,7	1,8	-0,8	-1,1	1,5	1,3	2,2	1,3
2005	138,546	0,9	1,0	0,0	-1,1	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,639	1,5	1,7	0,7	-1,2	-0,2	2,6	1,5	3,6	1,6
2006 II	140,542	1,7	1,8	1,0	-0,1	-0,1	1,9	1,9	3,6	1,8
III	140,893	1,6	1,7	0,6	-1,6	0,0	2,8	1,6	3,9	1,4
IV	141,399	1,5	1,7	0,7	-2,5	-0,2	4,0	1,3	3,8	1,6
2007 I	142,210	1,8	2,1	-0,1	-1,0	0,3	5,8	1,3	3,8	1,4
II	142,983	1,7	2,1	-0,2	-2,2	0,4	5,8	1,1	4,0	1,3
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2006 II	0,822	0,6	0,6	0,5	0,6	0,1	1,3	0,7	0,9	0,5
III	0,351	0,3	0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,8	0,2	1,0	0,1
IV	0,506	0,4	0,4	0,0	-0,6	0,0	1,6	0,0	1,0	0,4
2007 I	0,811	0,6	0,6	0,4	0,4	0,2	1,9	0,5	0,9	0,4
II	0,773	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	1,6	0,6	1,0	0,4

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,638	8,6	9,852	7,6	2,786	16,3	6,307	7,7	6,331	9,8
2004	13,038	8,8	10,120	7,7	2,918	17,0	6,521	7,9	6,517	9,9
2005	13,268	8,9	10,332	7,8	2,935	17,2	6,684	8,0	6,583	9,9
2006	12,468	8,2	9,751	7,3	2,717	16,1	6,187	7,4	6,280	9,3
2006 III	12,243	8,1	9,605	7,1	2,639	15,7	6,056	7,2	6,187	9,2
IV	11,953	7,9	9,308	6,9	2,646	15,7	5,900	7,0	6,053	9,0
2007 I	11,574	7,6	9,065	6,7	2,509	15,1	5,644	6,7	5,930	8,7
II	11,366	7,5	8,914	6,6	2,452	14,7	5,560	6,6	5,806	8,5
III	11,225	7,3	8,806	6,5	2,418	14,5	5,522	6,5	5,703	8,3
2007 May	11,374	7,5	8,920	6,6	2,454	14,7	5,566	6,6	5,808	8,5
Jun	11,323	7,4	8,873	6,5	2,451	14,7	5,550	6,6	5,774	8,5
Jul	11,276	7,4	8,847	6,5	2,429	14,6	5,538	6,6	5,738	8,4
Ago	11,239	7,4	8,817	6,5	2,422	14,5	5,529	6,6	5,710	8,3
Sep	11,159	7,3	8,755	6,4	2,404	14,4	5,498	6,5	5,661	8,3
Oct	11,077	7,2	8,706	6,4	2,371	14,3	5,475	6,5	5,601	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/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total		Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuest. directos	Hogares		Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
				3	4								5	
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,3	2,7	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8

2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

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

1) 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.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	0,9

3. Países de la zona del euro

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

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

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

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

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

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

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

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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital				
						Beneficios sociales	Subven- ciones						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001 II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,8	-2,1	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 I	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
II	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 I	45,5	42,4	10,1	4,5	2,9	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
II	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
III	46,2	42,0	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
IV	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,6	41,3	9,9	4,5	2,9	24,0	20,6	1,1	3,3	2,0	1,3	-2,2	0,7
II	45,2	41,8	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,1	3,4	2,4	1,0	1,2	4,4

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

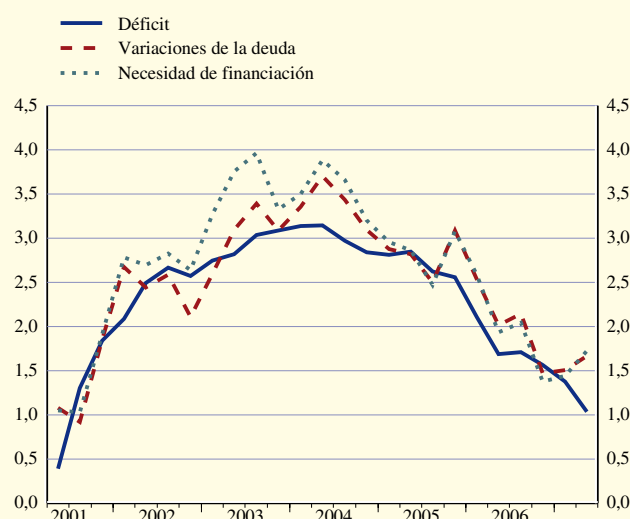
1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

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

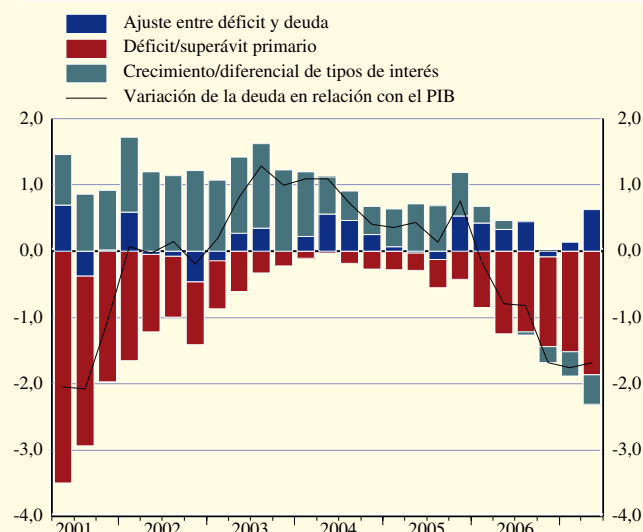
2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda (suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht (tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

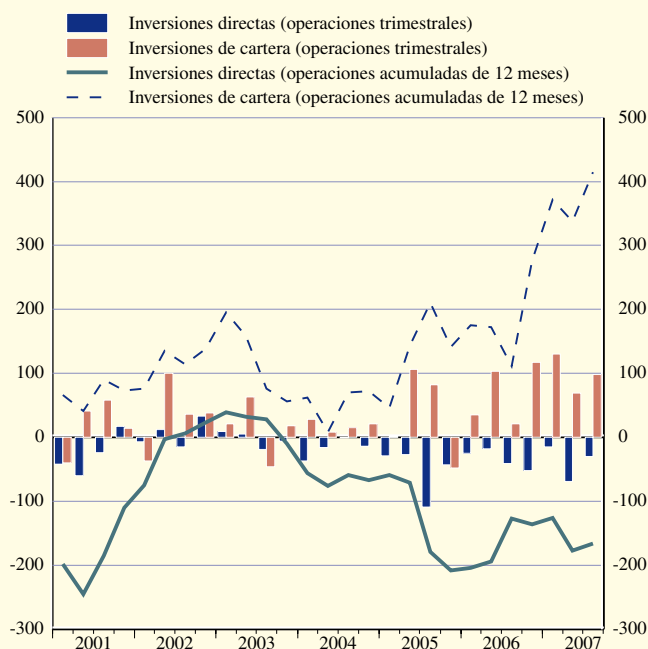
	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	62,0	102,9	28,7	-9,7	-59,9	16,4	78,4	-16,8	-66,8	72,1	-8,3	-26,2	12,5	-61,7
2005	8,5	47,9	31,6	1,9	-72,9	11,3	19,9	24,2	-208,8	141,3	-16,4	90,1	18,0	-44,1
2006	-12,9	23,0	35,1	6,1	-77,1	9,1	-3,7	118,0	-136,4	276,4	2,5	-23,2	-1,3	-114,3
2006 III	-6,1	6,7	10,2	1,3	-24,3	2,2	-3,9	41,3	-41,5	21,1	12,6	52,2	-3,2	-37,5
IV	16,4	16,9	7,6	7,3	-15,4	4,6	21,0	-42,2	-52,5	116,9	-2,7	-101,4	-2,4	21,2
2007 I	-0,2	8,6	7,8	4,7	-21,2	5,0	4,8	4,7	-14,6	129,8	-16,4	-92,5	-1,6	-9,5
II	-1,4	20,3	14,4	-19,5	-16,6	2,6	1,2	23,2	-69,1	69,5	-14,1	41,0	-4,2	-24,4
III	10,7	19,5	12,9	1,7	-23,4	1,1	11,9	107,2	-29,7	98,3	-32,1	74,9	-4,2	-119,1
2006 Sep	0,7	5,4	3,5	0,4	-8,6	0,1	0,8	36,3	-27,3	38,4	10,4	15,9	-1,0	-37,1
Oct	0,5	5,2	2,4	1,1	-8,2	0,5	1,0	1,3	-14,2	34,9	5,7	-25,2	0,1	-2,3
Nov	1,4	6,9	1,6	0,3	-7,4	0,7	2,2	-10,6	-13,7	57,6	-2,9	-51,0	-0,6	8,4
Dic	14,5	4,8	3,5	5,9	0,2	3,3	17,8	-32,9	-24,6	24,3	-5,5	-25,3	-1,9	15,1
2007 Ene	-3,7	-4,2	1,1	1,1	-1,7	2,2	-1,4	42,7	-13,8	42,7	-4,2	20,9	-3,0	-41,2
Feb	-3,6	2,6	2,9	3,0	-12,1	1,1	-2,4	2,0	-3,2	22,9	-7,9	-9,3	-0,5	0,5
Mar	7,1	10,1	3,8	0,6	-7,4	1,6	8,7	-39,9	2,4	64,2	-4,3	-104,1	1,9	31,2
Abr	-3,6	4,5	3,5	-4,0	-7,6	0,6	-3,0	40,8	-7,4	-3,6	-3,6	56,9	-1,5	-37,8
May	-11,6	4,4	4,0	-14,9	-5,1	1,9	-9,7	2,0	-24,2	2,5	-0,8	25,2	-0,7	7,8
Jun	13,8	11,3	6,9	-0,6	-3,8	0,1	13,9	-19,5	-37,4	70,6	-9,7	-41,1	-1,9	5,6
Jul	4,8	9,4	4,6	-1,8	-7,4	0,9	5,7	47,1	0,1	30,2	-10,8	30,8	-3,2	-52,8
Ago	1,5	4,5	3,5	1,3	-7,8	0,2	1,7	63,8	-7,2	21,9	-11,9	59,6	1,3	-65,5
Sep	4,4	5,6	4,8	2,2	-8,2	0,1	4,5	-3,7	-22,6	46,2	-9,4	-15,6	-2,3	-0,8
operaciones acumuladas de 12 meses														
2007 Sep	25,5	65,3	42,7	-5,8	-76,6	13,3	38,8	93,0	-165,9	414,5	-65,2	-78,0	-12,4	-131,8

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)

C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

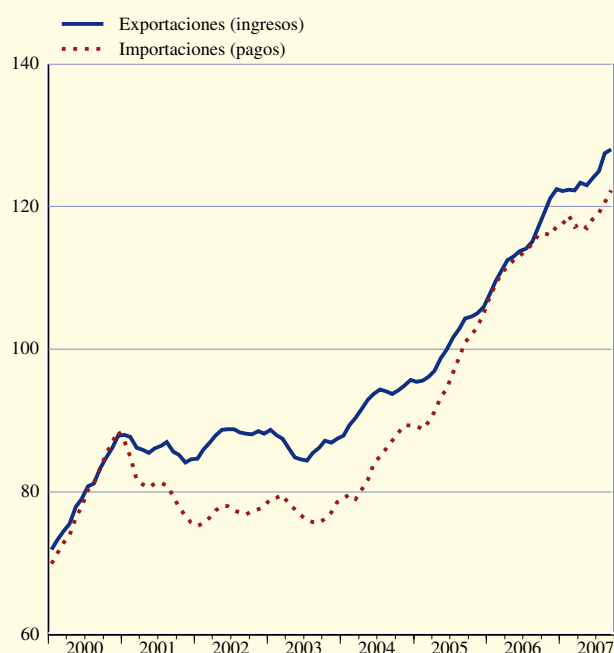
(mm de euros; operaciones)

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	1.864,7	1.802,7	62,0	1.127,6	1.024,7	363,9	335,2	291,3	301,0	81,9	141,7	24,4	8,0
2005	2.071,2	2.062,6	8,5	1.222,2	1.174,2	399,7	368,2	364,2	362,3	85,1	158,0	24,1	12,8
2006	2.368,9	2.381,7	-12,9	1.392,0	1.369,0	426,1	391,0	463,9	457,8	86,9	164,0	23,7	14,5
2006 III	586,2	592,3	-6,1	343,3	336,6	114,0	103,8	113,1	111,8	15,8	40,1	4,5	2,3
IV	639,7	623,3	16,4	374,8	357,9	109,3	101,6	127,6	120,3	28,1	43,5	8,8	4,2
2007 I	615,8	616,0	-0,2	361,3	352,8	105,3	97,5	122,4	117,7	26,7	48,0	7,8	2,8
II	647,0	648,4	-1,4	373,2	353,0	116,7	102,3	138,6	158,1	18,5	35,0	4,9	2,4
III	646,7	635,9	10,7	375,7	356,1	125,3	112,4	129,2	127,5	16,5	39,9	3,7	2,6
2007 Jul	220,3	215,4	4,8	129,7	120,3	42,8	38,1	42,4	44,2	5,4	12,8	1,8	0,9
Ago	210,5	209,0	1,5	120,0	115,5	42,2	38,7	42,2	40,9	6,2	14,0	1,1	0,9
Sep	215,8	211,5	4,4	126,0	120,4	40,4	35,6	44,6	42,4	4,9	13,1	0,9	0,8
Datos desestacionalizados													
2006 III	598,1	607,4	-9,3	351,3	347,9	106,4	98,1	119,4	119,7	21,0	41,7	.	.
IV	621,9	619,6	2,3	367,3	351,8	108,8	100,1	123,5	123,9	22,2	43,8	.	.
2007 I	630,4	622,5	7,9	366,7	351,6	114,5	102,7	126,6	128,1	22,6	40,1	.	.
II	642,8	635,4	7,5	371,9	354,7	117,1	105,8	131,7	134,9	22,2	40,0	.	.
III	659,4	650,4	8,9	384,0	366,8	116,8	106,0	136,5	136,3	22,1	41,4	.	.
2007 Ene	204,3	202,4	1,9	120,2	116,5	37,1	34,1	41,3	41,2	5,7	10,6	.	.
Feb	214,3	212,8	1,5	122,7	119,5	38,3	34,2	42,5	42,3	10,7	16,8	.	.
Mar	211,8	207,2	4,5	123,8	115,6	39,1	34,3	42,8	44,7	6,1	12,7	.	.
Abr	210,4	210,7	-0,3	123,5	117,9	39,1	35,2	41,1	43,0	6,7	14,6	.	.
May	212,9	212,0	0,9	121,7	117,4	38,5	35,4	44,7	45,9	8,0	13,2	.	.
Jun	219,5	212,7	6,9	126,7	119,3	39,5	35,3	45,9	45,9	7,5	12,2	.	.
Jul	217,6	213,8	3,8	126,5	120,7	38,0	34,7	45,3	44,6	7,8	13,7	.	.
Ago	221,3	216,7	4,5	129,4	121,6	39,4	35,3	45,0	45,4	7,5	14,4	.	.
Sep	220,5	219,9	0,6	128,1	124,4	39,4	36,0	46,1	46,2	6,9	13,2	.	.

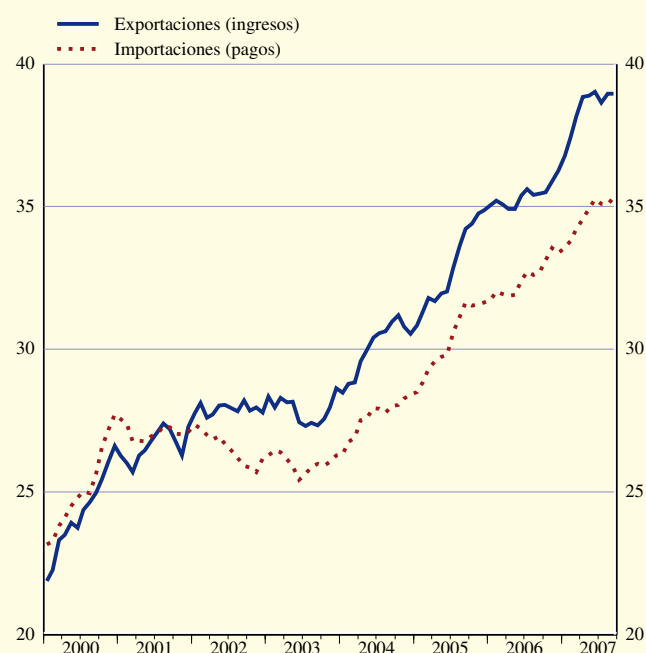
C32 Bienes

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



C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,3	7,6	275,9	293,4	99,6	78,4	12,8	12,6	23,8	54,2	72,6	75,6	67,2	72,6
2005	15,4	9,2	348,8	353,1	127,0	89,1	14,2	13,6	31,7	69,6	82,1	80,4	93,9	100,4
2006	16,0	9,9	447,8	447,9	151,4	94,2	18,5	16,7	39,0	99,0	101,5	87,2	137,4	150,9
2006 II	4,0	2,5	114,1	128,1	38,5	21,6	4,5	4,0	13,7	42,6	24,4	23,1	33,0	36,7
III	4,0	3,0	109,2	108,8	34,9	23,4	4,6	4,2	8,7	21,5	26,3	21,2	34,8	38,6
IV	4,2	2,6	123,4	117,8	42,5	26,2	5,2	5,0	8,2	19,1	27,9	23,4	39,6	44,1
2007 I	4,0	1,9	118,5	115,8	34,4	22,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
II	4,0	2,5	134,6	155,6	38,8	22,8	5,7	4,9	16,0	52,8	28,6	28,1	45,4	47,1

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	-163,1	-171,1	-21,4	-149,7	8,0	0,1	7,9	96,3	97,1	0,7	96,5	-0,9	0,6	-1,5
2005	-355,4	-296,6	-12,1	-284,5	-58,8	-0,2	-58,6	146,7	116,8	1,0	115,9	29,9	-0,3	30,2
2006	-334,3	-265,2	-35,4	-229,8	-69,1	0,0	-69,0	197,9	172,3	4,9	167,5	25,6	0,1	25,5
2006 III	-77,2	-67,9	-10,7	-57,2	-9,3	0,9	-10,2	35,8	31,0	1,7	29,2	4,8	-0,7	5,5
IV	-74,0	-50,9	-15,9	-35,1	-23,1	-0,6	-22,5	21,5	16,6	0,9	15,8	4,9	-0,1	4,9
2007 I	-92,0	-59,6	-4,7	-54,9	-32,4	2,1	-34,5	77,4	48,3	0,9	47,4	29,1	-0,8	29,9
II	-109,4	-83,5	-6,1	-77,4	-25,9	-1,5	-24,5	40,3	42,4	-1,0	43,5	-2,1	0,7	-2,9
III	-77,9	-48,2	-14,6	-33,6	-29,7	0,0	-29,6	48,1	25,1	0,2	24,8	23,1	0,7	22,4
2006 Sep	-54,3	-45,0	-5,4	-39,7	-9,3	0,3	-9,6	27,0	19,2	0,6	18,6	7,8	-0,2	8,0
Oct	-23,3	-14,5	-5,9	-8,6	-8,8	0,2	-9,0	9,1	3,7	1,1	2,6	5,4	1,5	3,8
Nov	-13,3	-16,4	-2,0	-14,4	3,1	-0,2	3,3	-0,4	0,0	-0,2	0,2	-0,4	-1,7	1,3
Dic	-37,4	-20,0	-8,0	-12,0	-17,4	-0,6	-16,8	12,8	12,9	-0,1	13,0	-0,1	0,0	-0,1
2007 Ene	-25,7	-24,1	-2,3	-21,8	-1,6	2,3	-3,9	11,9	5,8	0,3	5,6	6,0	-1,0	7,0
Feb	-36,7	-15,4	5,6	-21,0	-21,3	-0,3	-21,0	33,5	25,7	4,2	21,5	7,8	0,2	7,5
Mar	-29,6	-20,1	-8,0	-12,1	-9,5	0,1	-9,6	32,0	16,7	-3,6	20,4	15,3	-0,1	15,4
Abr	-25,3	-16,9	-1,6	-15,4	-8,4	-0,4	-7,9	17,9	13,5	-0,6	14,2	4,4	0,4	4,0
May	-41,3	-37,1	-3,4	-33,7	-4,2	0,1	-4,3	17,1	23,4	0,1	23,3	-6,3	0,4	-6,7
Jun	-42,8	-29,4	-1,1	-28,3	-13,4	-1,2	-12,2	5,3	5,5	-0,5	5,9	-0,2	0,0	-0,1
Jul	-12,9	-8,6	-0,7	-7,9	-4,3	0,0	-4,3	13,0	4,3	0,0	4,3	8,7	-0,2	8,9
Ago	-26,1	-19,3	-3,2	-16,1	-6,8	0,7	-7,6	18,9	6,6	-0,1	6,7	12,4	-0,2	12,6
Sep	-38,9	-20,3	-10,8	-9,6	-18,5	-0,8	-17,8	16,3	14,2	0,3	13,9	2,1	1,1	0,9

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											
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario						
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos		
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Otros sectores	
																	1
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7		129,7	0,4	-81,9	-98,8		-2,1	270,8	0,0	-43,1		-14,8	0,1
2005	-0,1	-14,2	-119,9	-3,5	263,0	-0,7	-116,5	-143,2	-0,8	237,1	0,1	-14,5	-2,9	0,1	53,3		
2006	0,0	-18,1	-138,2	-6,2	309,2	-2,6	-169,1	-137,8	-1,1	500,1	-8,0	-48,6	-12,6	0,1	2,1		
2006 III	0,0	0,8	-32,6	-0,9	60,1	-0,4	-52,3	-19,5	-0,2	87,1	-0,1	-24,9	-0,8	3,1	3,9		
IV	0,0	-14,6	-17,8	-1,8	83,9	-2,9	-39,6	-46,7	-0,8	186,1	-1,4	-18,5	-4,1	4,0	-7,5		
2007 I	0,0	-19,0	1,4	-0,8	113,5	-0,7	-50,4	-42,6	-1,2	141,8	0,7	-23,3	-13,4	-5,5	21,9		
II	0,0	-4,9	-5,3	-1,5	71,5	-0,3	-65,7	-50,9	-0,5	110,9	-0,1	-13,4	-9,2	-4,5	36,9		
III	0,0	4,0	5,7	-	45,3	-0,5	-24,5	-26,4	-	43,6	0,0	22,6	14,9	-	13,7		
2006 Sep	0,0	-1,4	-7,9	-	24,8	-0,6	-30,0	-6,0	-	61,3	-0,2	-7,0	-0,2	-	5,8		
Oct	0,0	-5,7	-5,3	-	24,3	-1,8	-15,2	-21,1	-	58,0	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,2		
Nov	0,0	-0,7	-10,2	-	27,9	-0,5	-25,6	-11,4	-	69,6	-0,4	-9,6	4,3	-	14,0		
Dic	0,0	-8,2	-2,2	-	31,7	-0,6	1,1	-14,2	-	58,4	-0,8	-3,1	-2,2	-	-35,7		
2007 Ene	0,0	-3,8	1,4	-	49,9	-0,1	-31,9	-9,9	-	34,4	0,5	-7,8	-7,9	-	17,8		
Feb	0,0	-19,0	-10,6	-	36,5	-0,1	-16,2	-9,2	-	39,8	0,1	-5,2	-2,2	-	9,0		
Mar	0,0	3,8	10,5	-	27,1	-0,6	-2,2	-23,5	-	67,6	0,2	-10,4	-3,3	-	-5,0		
Abr	0,0	1,5	-13,5	-	-11,7	0,0	-24,2	-9,1	-	35,1	0,0	-2,6	1,4	-	19,5		
May	0,0	-9,0	6,8	-	12,2	-0,1	-28,0	-23,3	-	36,4	0,0	-6,5	-3,7	-	17,7		
Jun	0,0	2,6	1,3	-	71,0	-0,2	-13,4	-18,5	-	39,4	-0,1	-4,3	-6,9	-	-0,3		
Jul	0,0	-1,7	-0,5	-	49,8	-0,5	-23,3	-11,5	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	0,9		
Ago	0,0	9,5	-2,3	-	-21,0	0,0	-0,6	-10,3	-	21,5	0,1	10,2	13,0	-	2,0		
Sep	0,0	-3,8	8,5	-	16,5	0,1	-0,6	-4,6	-	7,5	-0,1	14,3	-2,3	-	10,8		

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	284,5	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	34,8
2005	-566,8	656,9	-0,9	6,7	4,6	-2,4	-2,2	-395,2	483,3	-97,0	55,1	-298,2	428,1	-175,3	-3,9	169,2
2006	-721,5	698,3	-2,9	18,5	1,8	-3,1	1,4	-524,1	495,7	-134,2	82,6	-389,9	413,1	-196,2	-26,4	182,6
2006 III	-139,9	192,1	0,5	4,9	12,0	8,5	6,3	-119,8	160,7	-32,8	21,3	-87,0	139,4	-32,6	6,8	20,2
IV	-268,6	167,2	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,8	98,9	-73,0	26,6	-137,7	72,2	-51,3	5,9	66,8
2007 I	-373,0	280,5	-5,3	5,4	7,2	5,2	1,6	-290,4	266,7	-76,5	29,7	-213,9	237,0	-84,6	-39,2	6,9
II	-191,1	232,1	-3,5	10,9	-17,5	-17,4	-0,2	-131,7	178,7	-39,3	46,1	-92,4	132,7	-38,4	3,9	42,7
III	-229,0	303,9	-1,6	-1,3	18,2	14,1	3,2	-81,9	134,1	-61,7	10,5	-20,1	123,7	-163,7	-21,7	167,8
2006 Sep	-92,9	108,8	0,5	2,6	4,3	1,4	4,8	-79,4	79,4	-15,2	6,1	-64,3	73,3	-18,2	1,2	22,1
Oct	-105,3	80,1	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,4	63,8	-41,9	5,0	-36,5	58,8	-24,0	-3,0	19,5
Nov	-142,8	91,8	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,5	71,6	-10,6	27,3	-95,9	44,2	-33,0	-8,3	15,5
Dic	-20,5	-4,7	-1,1	2,6	0,7	5,2	-2,6	-25,9	-36,5	-20,6	-5,7	-5,3	-30,8	5,7	17,2	31,8
2007 Ene	-140,9	161,9	-1,4	3,8	4,5	1,3	-5,0	-100,6	154,6	-31,9	10,3	-68,7	144,2	-43,4	-33,4	8,4
Feb	-117,9	108,6	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,8	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-24,5	-7,6	22,8
Mar	-114,2	10,0	-0,3	2,0	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-16,8	1,8	-24,4
Abr	-136,5	193,4	0,6	2,9	0,5	-2,9	0,5	-127,0	165,9	-9,9	12,3	-117,1	153,7	-10,6	-3,9	24,0
May	-51,9	77,2	-2,5	-0,8	-5,8	-6,1	-0,3	-27,1	76,2	-6,0	24,8	-21,1	51,4	-16,5	2,2	2,1
Jun	-2,6	-38,4	-1,5	8,8	-12,1	-8,4	-0,4	22,3	-63,3	-23,4	9,0	45,7	-72,4	-11,3	5,6	16,6
Jul	-6,2	37,1	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,0	48,4	-13,7	12,1	-24,3	36,3	13,3	5,5	-2,7
Ago	-26,1	85,7	-2,6	4,3	0,6	0,9	4,0	-10,9	56,9	-23,3	0,5	12,3	56,3	-13,2	-5,0	20,6
Sep	-196,7	181,1	0,5	1,2	-0,4	-0,8	1,1	-32,9	28,9	-24,7	-2,2	-8,2	31,1	-163,8	-22,2	150,0

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 comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,7	0,0	0,0	5,8	8,2	-2,4	-1,2	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,5	0,0	0,0	2,6	5,7	-3,1	-0,8	0,0	1,5	-0,1
2006 II	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-11,4	0,8	-12,2	-0,3	0,0	0,3	0,1
III	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	11,9	3,5	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	-3,2	0,0
2007 I	-5,3	0,0	5,3	0,1	0,0	7,4	2,2	5,2	-0,2	0,0	1,7	-0,1
II	-3,5	0,0	10,9	-0,1	0,0	-17,1	0,3	-17,4	-0,3	0,0	-0,3	0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	23,8	1,6
2005	-392,1	-3,1	481,7	1,6	-9,0	-149,4	-145,4	-3,9	-17,0	13,5	149,2	6,5
2006	-520,0	-4,1	492,5	3,2	-5,4	-178,6	-152,1	-26,4	-12,3	11,9	159,7	11,0
2006 II	-58,0	0,5	14,1	-5,6	-3,3	-32,6	-25,6	-7,0	2,6	2,9	54,2	-4,3
III	-118,8	-1,0	158,5	2,3	2,9	-30,9	-37,6	6,8	-4,7	2,9	12,7	4,6
IV	-211,1	0,4	98,2	0,6	-2,0	-48,9	-54,8	5,9	-0,4	3,2	60,9	2,8
2007 I	-282,1	-8,3	264,7	1,9	-2,2	-74,3	-35,0	-39,2	-8,1	-2,1	3,6	5,4
II	-127,1	-4,6	177,7	1,1	-2,7	-29,6	-33,5	3,9	-6,1	5,0	37,1	0,5

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y participaciones	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	5,7	0,2	7,2	0,0	-4,8	3,2	0,0	0,0
2006	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,2	6,1	-2,7	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,0
2006 II	-1,6	1,4	0,0	-0,5	-2,5	0,9	3,0	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,0
2006 III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,5	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
2006 IV	-2,4	1,1	-0,2	1,6	-4,9	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,3	0,0	0,0
2007 I	-1,6	0,4	0,0	0,8	-2,9	1,4	-5,0	0,4	-5,8	6,1	0,0	0,0
2007 II	-4,2	0,7	-0,1	-0,5	-4,2	-0,8	-0,3	-0,1	-2,3	-0,7	0,0	0,0

Fuente: BCE.

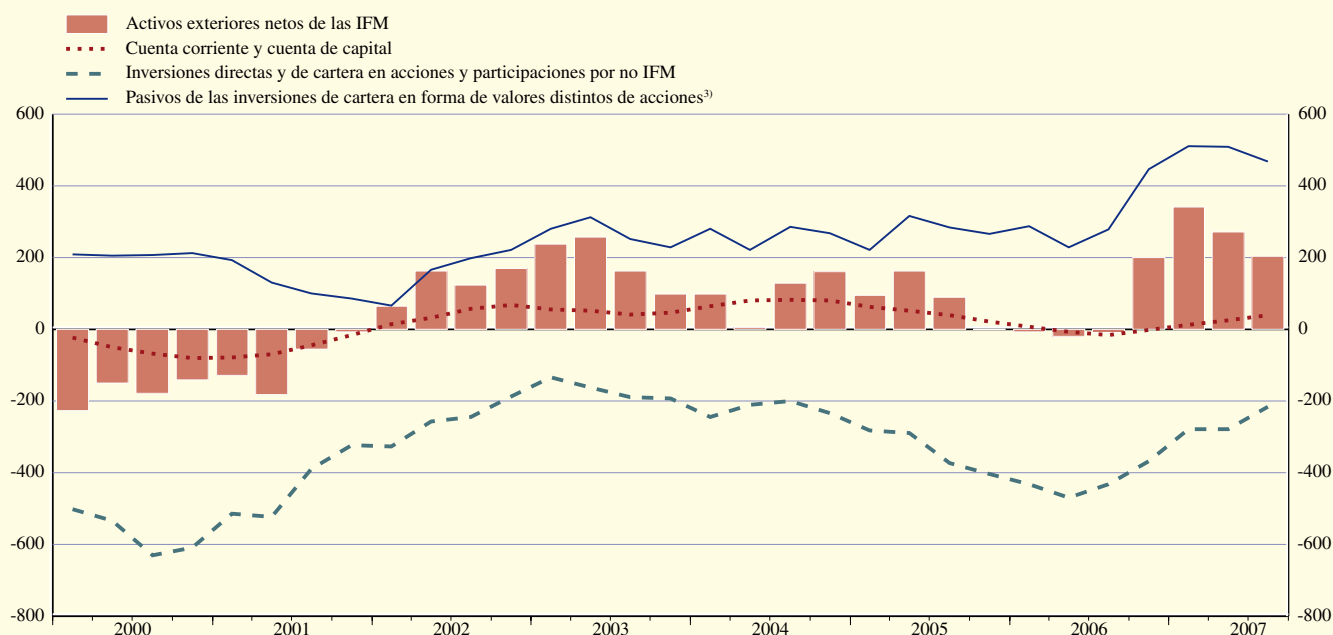
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	80,3	-141,8	95,5	-197,3	119,9	267,5	-51,0	30,6	-8,3	-61,2	134,1	161,2
2005	21,5	-343,2	147,1	-265,6	220,0	266,7	-170,7	167,0	-16,4	-43,9	-17,7	0,0
2006	-1,6	-298,8	197,8	-288,1	248,3	446,4	-194,2	183,7	2,5	-115,0	181,1	200,1
2006 III	-3,2	-67,4	36,3	-52,9	26,8	81,4	-20,5	26,4	12,6	-37,4	2,1	2,1
IV	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,0
2007 I	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,9
II	1,2	-101,8	39,6	-65,4	60,7	117,5	-55,8	42,5	-14,1	-24,4	-0,1	-8,2
III	11,9	-63,2	47,5	-5,8	35,4	39,3	-145,6	171,1	-32,1	-119,1	-60,7	-67,0
2006 Sep	1,1	-49,3	27,2	-14,1	4,6	61,4	-13,8	26,8	10,4	-37,0	17,2	17,2
Oct	1,1	-17,5	7,5	-32,7	13,8	55,8	-26,4	17,3	5,7	-2,8	21,9	25,8
Nov	2,3	-11,0	1,3	-17,2	32,5	78,6	-36,8	17,0	-2,9	8,3	72,0	69,2
Dic	18,1	-28,9	12,8	-18,5	21,6	24,9	6,4	29,2	-5,5	15,7	75,7	81,0
2007 Ene	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-22,9
Feb	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	41,1	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	48,0	40,5
Mar	8,7	-21,7	32,1	-16,3	13,7	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	67,5	84,3
Abr	-3,0	-23,3	17,5	-21,1	-14,3	33,5	-10,1	24,5	-3,6	-37,8	-37,7	-40,1
May	-9,7	-38,0	16,7	-20,2	10,9	40,3	-22,4	1,8	-0,8	7,8	-13,5	-15,1
Jun	13,9	-40,5	5,4	-24,1	64,1	43,6	-23,4	16,1	-9,7	5,6	51,1	47,0
Jul	5,7	-12,2	13,2	-7,7	35,2	11,4	31,3	-4,6	-10,8	-52,8	8,6	5,8
Ago	1,7	-23,7	19,1	0,3	-11,1	26,5	-12,6	24,6	-11,9	-65,5	-52,6	-51,4
Sep	4,5	-27,3	15,1	1,6	11,3	1,4	-164,2	151,1	-9,4	-0,8	-16,7	-21,4
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2007 Sep	39,4	-311,9	186,9	-194,2	258,6	466,7	-335,6	285,4	-65,2	-131,8	198,4	202,7

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.488,7	947,2	52,1	80,2	486,9	267,2	60,7	33,1	56,0	159,2	398,3	894,9
Bienes	1.452,6	528,3	33,0	53,2	229,7	212,2	0,1	17,9	34,8	82,8	197,9	591,0
Servicios	445,2	160,3	9,1	12,0	106,3	27,1	5,8	6,6	10,5	43,0	79,6	145,2
Renta	501,7	193,7	9,5	14,4	138,2	25,3	6,4	8,0	10,5	27,6	112,9	149,1
de la cual: rentas de la inversión	485,6	188,3	9,4	14,3	136,5	25,1	3,1	7,9	10,4	21,1	111,4	146,4
Tranferencias corrientes	89,1	64,9	0,5	0,6	12,7	2,6	48,5	0,6	0,3	5,8	7,9	9,5
Cuenta de capital	26,1	20,6	0,0	0,0	0,9	0,1	19,5	0,0	0,4	0,4	0,9	3,7
Pagos												
Cuenta corriente	2.480,0	818,6	41,3	75,9	395,1	209,0	97,3	26,1	91,1	154,9	360,2	1.029,1
Bienes	1.400,2	413,5	28,0	49,0	170,7	165,8	0,0	12,0	54,7	71,9	134,2	713,8
Servicios	405,2	131,2	7,5	9,8	84,6	29,1	0,1	5,9	7,6	31,8	86,2	142,5
Renta	508,0	169,9	5,4	16,1	130,1	10,3	8,0	6,3	28,4	45,7	132,8	124,8
de la cual: rentas de la inversión	498,0	164,1	5,3	16,1	128,8	6,0	8,0	6,2	28,3	45,2	131,9	122,3
Tranferencias corrientes	166,6	104,0	0,4	0,8	9,7	3,8	89,2	1,8	0,4	5,4	7,0	47,9
Cuenta de capital	11,7	1,5	0,0	0,1	0,8	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,6	7,9
Neto												
Cuenta corriente	8,7	128,5	10,8	4,4	91,8	58,2	-36,6	7,0	-35,1	4,3	38,1	-134,2
Bienes	52,4	114,7	5,0	4,2	59,0	46,5	0,1	5,9	-19,9	10,9	63,7	-122,8
Servicios	40,0	29,1	1,6	2,2	21,7	-2,0	5,7	0,7	2,9	11,2	-6,6	2,7
Renta	-6,2	23,8	4,1	-1,8	8,1	15,0	-1,6	1,7	-17,9	-18,1	-20,0	24,3
de la cual: rentas de la inversión	-12,4	24,2	4,1	-1,8	7,7	19,1	-4,9	1,7	-17,8	-24,1	-20,5	24,2
Tranferencias corrientes	-77,5	-39,1	0,1	-0,2	3,0	-1,2	-40,8	-1,2	-0,2	0,4	0,9	-38,4
Cuenta de capital	14,3	19,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	19,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-4,2

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-177,6	-34,8	4,4	0,0	-11,2	-28,1	0,1	-18,3	1,5	-25,5	7,4	-23,9	-84,1
En el exterior	-352,6	-108,5	-1,1	-6,8	-68,1	-32,6	0,0	-25,3	-5,7	-31,5	-66,7	-34,4	-80,5
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-261,9	-82,9	-1,6	-3,6	-44,8	-32,8	0,0	-17,8	-4,5	-19,2	-54,3	-21,3	-61,9
Otro capital	-90,7	-25,7	0,5	-3,1	-23,2	0,2	0,0	-7,5	-1,2	-12,3	-12,3	-13,2	-18,6
En la zona del euro	175,0	73,7	5,5	6,8	56,8	4,5	0,1	7,0	7,2	6,0	74,1	10,5	-3,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	138,4	58,4	7,0	4,5	44,9	1,9	0,1	-0,1	2,9	4,6	64,1	2,9	5,4
Otro capital	36,6	15,3	-1,5	2,3	11,9	2,6	0,0	7,0	4,3	1,4	10,0	7,6	-9,0

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-572,7	-168,9	-15,1	-17,3	-122,7	-8,8	-5,0	-5,3	7,1	-11,0	-229,9	-98,1	-66,5
Acciones y participaciones	-92,1	-10,2	-3,2	-2,4	-3,2	-1,1	-0,1	2,7	-2,4	-8,2	-38,6	-38,0	2,6
Valores distintos de acciones	-480,6	-158,7	-11,9	-14,9	-119,5	-7,6	-4,8	-8,0	9,5	-2,8	-191,4	-60,1	-69,1
Bonos y obligaciones	-372,1	-122,7	-11,8	-15,4	-86,8	-4,5	-4,2	-6,9	-4,5	-1,6	-146,0	-33,8	-56,6
Inst. del mercado monetario	-108,5	-36,0	-0,1	0,5	-32,7	-3,1	-0,6	-1,1	14,0	-1,2	-45,4	-26,3	-12,6

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							
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	-100,7	-194,8	-16,0	5,4	-183,1	-15,4	14,3	-0,4	45,0	16,8	50,3	-0,2	8,2	-25,5
Activos	-972,6	-653,2	-17,5	-3,0	-589,0	-40,8	-2,8	-1,0	16,6	-52,9	-141,4	-50,0	-8,0	-82,9
AAPP	-3,7	-9,9	-1,5	0,8	-9,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-1,0	7,5
IFM	-762,1	-500,5	-13,7	-5,4	-442,2	-39,0	-0,2	2,6	9,1	-50,9	-109,5	-37,8	-7,1	-68,0
Otros sectores	-206,9	-142,7	-2,3	1,6	-137,6	-2,0	-2,4	-3,6	7,9	-2,0	-32,0	-12,2	0,1	-22,4
Pasivos	872,0	458,4	1,5	8,4	405,8	25,5	17,1	0,6	28,4	69,6	191,7	49,7	16,2	57,4
AAPP	4,5	4,5	-0,1	0,0	-1,1	0,0	5,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	2,7	-2,2
IFM	730,9	376,4	1,4	5,7	341,9	22,4	5,1	-1,6	26,9	53,8	138,8	45,6	13,4	77,5
Otros sectores	136,6	77,4	0,3	2,7	65,1	3,1	6,2	2,2	1,8	16,2	52,8	4,0	0,0	-17,9

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							
2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	417,1	-47,3	-7,2	-21,0	-218,6	199,8	-0,3	37,3	-6,2	78,1	-24,5	-5,6	-0,2	385,4
En el exterior	3.075,9	1.147,6	35,1	83,4	803,8	225,2	0,0	90,2	68,2	300,0	608,0	329,1	0,0	532,8
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.510,5	934,2	32,0	58,1	644,5	199,5	0,0	71,0	63,5	250,1	453,1	306,8	0,0	431,7
Otro capital	565,4	213,4	3,1	25,3	159,3	25,7	0,0	19,2	4,7	49,9	154,9	22,2	0,0	101,1
En la zona del euro	2.658,8	1.194,9	42,3	104,4	1.022,5	25,4	0,3	52,8	74,4	221,8	632,5	334,7	0,3	147,4
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.039,8	958,9	36,8	86,2	825,4	10,2	0,2	47,0	60,7	163,9	477,0	208,9	0,0	123,4
Otro capital	619,0	236,0	5,5	18,2	197,1	15,2	0,1	5,8	13,7	57,9	155,5	125,8	0,3	24,0
Inversiones de cartera: activos	4.441,3	1.375,2	65,5	140,8	1.002,5	97,9	68,6	84,5	262,7	141,1	1.452,6	527,7	32,1	565,3
Acciones y participaciones	2.012,0	487,1	12,3	58,0	393,0	23,6	0,1	22,6	181,0	128,6	670,9	216,5	1,4	303,9
Valores distintos de acciones	2.429,3	888,1	53,2	82,8	609,5	74,2	68,4	61,9	81,7	12,5	781,7	311,2	30,7	261,4
Bonos y obligaciones	2.051,5	730,9	48,4	70,9	471,2	72,3	68,2	59,7	62,2	8,4	657,6	271,9	29,7	231,1
Inst. del mercado monetario	377,8	157,2	4,8	11,9	138,3	2,0	0,2	2,2	19,6	4,0	124,1	39,4	1,0	30,3
Otras inversiones	-200,0	103,9	86,3	13,3	121,7	31,3	-148,7	-1,4	-37,5	-49,3	-5,4	-212,8	-20,0	22,6
Activos	4.392,0	2.306,6	111,2	69,0	1.986,6	130,4	9,4	19,4	73,6	263,1	585,9	438,3	45,7	659,4
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	48,6
IFM	2.947,1	1.730,6	95,5	47,7	1.489,5	97,2	0,6	11,0	38,8	162,3	344,0	274,4	6,6	379,5
Otros sectores	1.327,9	550,9	13,6	21,2	482,9	31,7	1,4	8,4	34,7	100,7	238,8	162,5	0,6	231,4
Pasivos	4.592,0	2.202,8	25,0	55,7	1.864,9	99,1	158,1	20,8	111,2	312,4	591,4	651,1	65,6	636,8
AAPP	47,8	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	13,8
IFM	3.567,5	1.662,0	19,4	35,0	1.433,5	77,1	97,0	13,9	60,2	252,4	416,2	580,4	60,4	522,0
Otros sectores	976,8	516,7	5,5	20,4	429,0	22,0	39,8	6,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	101,0

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2003	-790,7	-10,6	85,1	-930,5	-19,8	-232,3	306,7
2004	-888,7	-11,4	78,2	-1.044,7	-37,3	-165,8	281,0
2005	-837,7	-10,4	361,8	-1.233,9	-46,1	-239,6	320,1
2006	-1.024,4	-12,1	417,1	-1.523,9	-43,5	-200,0	325,8
2007 I	-1.033,5	-12,1	407,6	-1.566,2	-23,9	-182,6	331,5
II	-1.173,7	-13,6	494,9	-1.701,8	-19,9	-272,2	325,3
Activos: saldos vivos							
2003	7.989,5	106,7	2.169,3	2.655,4	152,1	2.706,1	306,7
2004	8.799,2	113,0	2.321,2	3.036,5	157,9	3.002,7	281,0
2005	10.998,0	136,5	2.809,4	3.876,6	222,9	3.769,1	320,1
2006	12.518,5	148,4	3.075,9	4.441,3	283,4	4.392,0	325,8
2007 I	13.115,6	153,4	3.142,4	4.597,6	328,2	4.715,8	331,5
II	13.654,9	157,9	3.254,7	4.817,5	384,3	4.873,1	325,3
Pasivos: saldos vivos							
2003	8.780,2	117,3	2.084,2	3.585,9	171,9	2.938,3	-
2004	9.687,9	124,4	2.243,0	4.081,3	195,1	3.168,5	-
2005	11.835,7	146,9	2.447,6	5.110,5	269,0	4.008,6	-
2006	13.542,9	160,5	2.658,8	5.965,2	326,9	4.592,0	-
2007 I	14.149,0	165,5	2.734,8	6.163,7	352,1	4.898,4	-
II	14.828,6	171,5	2.759,9	6.519,3	404,2	5.145,3	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	1.726,8	124,6	1.602,2	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.463,9	574,1	3,2	570,9
2004	1.893,0	149,1	1.743,8	428,2	4,3	423,9	1.669,7	51,9	1.617,7	573,3	8,4	564,9
2005	2.290,8	178,0	2.112,8	518,6	4,2	514,4	1.841,2	55,2	1.786,0	606,5	8,4	598,0
2006	2.510,5	211,2	2.299,3	565,4	3,6	561,7	2.039,8	59,8	1.980,1	619,0	7,8	611,1
2007 I	2.548,5	219,7	2.328,8	593,9	4,3	589,7	2.063,0	55,8	2.007,2	671,8	10,1	661,6
II	2.632,1	228,5	2.403,7	622,6	5,8	616,8	2.101,0	57,3	2.043,7	658,9	10,5	648,4

3. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						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	9	10	11	12	13	14	15	
2003	1,7	53,5	11,5	1.023,9	1.571,4	9,3	460,2	8,0	845,9	1.774,4	1,1	191,5	0,6	48,2	240,0
2004	2,1	73,8	16,3	1.157,5	1.766,2	8,1	541,8	9,7	940,3	2.089,1	0,9	231,4	0,4	54,3	226,0
2005	3,0	99,5	27,2	1.595,3	2.434,4	8,6	692,5	11,6	1.122,9	2.371,1	0,8	262,1	0,4	52,8	304,9
2006	2,8	119,4	37,0	1.852,8	2.932,5	10,8	818,7	13,4	1.208,6	2.738,8	8,7	301,8	0,3	67,0	293,9
2007 I	2,8	138,4	37,9	1.881,9	3.063,8	10,9	859,2	14,6	1.240,9	2.790,4	8,0	325,5	5,8	71,6	309,5
II	3,0	148,6	41,3	1.985,5	3.318,6	11,2	912,3	14,8	1.262,9	2.857,5	8,1	341,8	10,4	77,5	343,1

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	24,0	61,1	55,3	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	23,5	64,4	56,2	8,3	42,6	0,0	42,3	3,5
2005	5,4	0,4	82,1	0,2	19,7	60,8	49,0	11,8	47,1	0,0	40,5	3,8
2006	8,4	0,4	99,9	0,2	14,1	57,8	42,4	15,4	45,1	0,0	43,9	3,8
2007 I	13,6	0,3	105,1	0,3	14,0	50,2	39,9	10,2	44,8	0,0	46,6	3,7
II	17,5	0,3	115,8	0,3	13,7	67,1	39,6	27,5	45,0	0,0	46,2	4,3

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,3	164,9	550,0	221,7	328,3	84,8	110,8	396,3	45,7
2004	1.950,8	45,4	2.423,3	42,1	170,1	607,0	277,1	329,9	93,8	115,3	417,5	49,8
2005	2.458,5	56,2	3.045,8	52,3	189,5	800,8	455,2	345,6	130,7	133,1	580,8	70,1
2006	2.879,1	59,2	3.413,5	53,8	187,7	988,7	613,5	375,2	151,5	144,5	744,5	87,7
2007 I	3.141,4	70,1	3.657,9	57,3	196,6	1.031,5	588,3	443,2	153,3	141,0	786,0	100,3
II	3.256,4	71,6	3.815,4	62,7	198,7	1.043,1	621,8	421,4	159,6	147,1	843,6	109,8

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva													Pro memoria		
														Activos	Pasivos	
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede-terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
	1	2	3	4	5	6	En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici-paciones	Bonos y obliga-ciones	Instrum. del mercado monetario	13	14	15	16
	Eurosistema															
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 I	331,5	180,4	363,109	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,4	0,1	84,6	24,7	0,3	0,0	25,1	-22,6
II	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	84,5	25,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 Ago	330,4	175,2	357,219	4,8	4,0	146,5	6,2	28,5	111,5	-	-	-	0,2	0,0	28,5	-27,6
Sep	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	-	-	-	0,4	0,0	26,2	-26,8
Oct	346,6	194,4	355,749	4,6	3,7	143,9	6,7	26,6	110,1	-	-	-	0,5	0,0	26,1	-26,4
	de las cuales depositadas en el Banco Central Europeo															
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	7,8	13,2	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	10,4	13,2	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 I	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	0,0	19,5	5,8	0,0	0,0	3,0	-0,6
II	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	0,0	20,7	5,8	0,0	0,0	3,2	-1,6
2007 Ago	40,4	9,5	19,442	0,5	0,0	30,4	1,2	2,4	26,8	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,0
Sep	40,1	10,2	19,442	0,5	0,0	29,4	1,3	2,2	26,0	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7
Oct	39,9	10,6	19,442	0,5	0,0	28,8	0,9	2,4	25,5	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-0,8

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:	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	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	1.059,0	500,9	221,7	299,8	916,9	986,9	553,0	165,0	240,5	708,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,0	544,9	247,2	314,9	995,9	1.073,4	603,6	184,3	256,2	767,8	128,9
2005	7,8	13,5	1.240,5	590,9	270,1	335,0	1.070,0	1.225,7	704,8	208,1	276,5	842,9	186,2
2006	12,1	14,5	1.394,9	675,1	295,1	372,5	1.194,2	1.404,3	835,8	219,7	307,4	952,8	224,4
2006 I	17,1	23,4	337,0	161,4	73,2	91,2	287,2	340,9	201,3	55,6	75,1	228,3	54,9
II	10,2	16,1	341,5	165,1	73,0	91,6	292,4	349,3	207,4	56,0	76,3	236,1	57,3
III	8,8	11,3	349,6	170,8	72,5	92,7	299,8	355,2	213,8	53,9	76,9	240,3	59,9
IV	12,8	8,6	366,8	177,8	76,5	96,9	314,8	358,8	213,3	54,2	79,1	248,1	52,2
2007 I	8,8	4,8	370,4	177,8	78,1	97,5	318,0	360,6	213,7	53,6	79,6	254,4	47,3
II	8,7	2,8	369,6	178,0	78,3	98,4	316,1	359,3	217,1	50,8	79,0	248,0	52,6
2007 Mar	6,4	0,2	123,4	59,4	26,1	32,5	105,9	117,8	69,8	16,7	26,5	83,5	15,3
Abr	10,7	5,3	121,1	58,7	26,2	32,3	104,3	119,3	71,9	16,8	26,2	81,7	17,2
May	6,1	0,6	122,3	58,7	26,0	32,7	104,0	119,0	72,3	16,8	26,0	81,9	17,6
Jun	9,3	2,8	126,2	60,6	26,2	33,4	107,8	121,0	73,0	17,2	26,7	84,4	17,9
Jul	13,6	9,1	124,6	60,3	25,7	33,3	107,2	124,1	74,5	17,6	27,0	86,0	19,2
Ago	11,3	4,3	128,9	61,9	27,0	33,6	110,5	124,4	74,0	17,5	27,6	86,9	18,9
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	106,3	106,9	113,2	108,4	102,1	100,3	97,3	109,8	100,2	103,0
2004	9,0	6,5	117,6	115,4	120,1	118,5	118,1	108,1	104,1	109,4	117,7	108,3	104,9
2005	4,9	5,1	123,8	120,3	129,6	123,6	124,3	114,3	107,6	124,2	123,7	116,4	109,6
2006	8,3	6,8	134,5	131,9	139,0	133,3	135,1	122,1	115,4	131,0	132,9	127,3	109,5
2006 I	11,7	9,5	130,3	127,1	137,4	131,0	130,3	118,4	111,5	129,9	129,2	122,2	104,7
II	5,9	5,4	132,3	130,0	137,9	130,8	133,1	121,2	113,8	133,5	133,0	127,1	107,5
III	5,8	5,4	134,8	132,9	137,4	132,8	135,8	122,9	117,1	129,7	132,7	127,8	116,8
IV	10,1	7,0	140,5	137,4	143,3	138,6	141,2	126,0	119,0	130,9	136,7	131,9	108,9
2007 I	7,1	5,8	141,0	135,7	145,8	138,3	141,7	126,3	118,5	130,6	137,3	134,4	101,5
II	5,7	2,4	139,2	134,4	145,3	138,8	139,8	124,3	118,2	125,2	135,5	131,1	106,0
2007 Mar	4,6	1,2	140,6	135,9	144,7	138,3	141,2	123,6	115,9	123,0	137,0	132,7	97,2
Abr	7,9	5,7	137,3	133,5	145,9	137,1	138,8	124,3	118,2	123,9	134,5	129,4	105,3
May	3,0	1,4	138,2	133,0	144,6	137,9	137,9	124,1	118,8	124,8	134,3	130,1	106,9
Jun	6,1	0,5	142,2	136,7	145,5	141,4	142,7	124,4	117,6	126,8	137,7	133,6	105,7
Jul	10,3	7,5	140,4	136,2	142,2	140,2	141,9	127,7	119,8	130,3	138,4	135,9	112,6
Ago	9,0	4,9	146,0	140,1	150,2	142,7	146,9	129,0	120,4	130,5	141,8	138,6	113,8
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	113,0	122,7	93,3	105,6	101,6	170,6
II	4,0	10,1	103,3	103,7	98,3	106,9	101,2	113,0	123,8	91,5	104,2	101,0	173,5
III	2,8	5,6	103,8	104,9	98,1	106,6	101,7	113,3	124,0	90,5	105,3	102,2	166,6
IV	2,5	1,5	104,5	105,6	99,2	106,7	102,7	111,6	121,8	90,1	105,1	102,2	156,1
2007 I	1,6	-1,0	105,1	107,0	99,5	107,6	103,4	112,0	122,6	89,5	105,4	102,8	151,6
II	2,8	0,4	106,2	108,1	100,2	108,2	104,2	113,4	124,8	88,4	105,9	102,9	161,4
2007 Mar	1,7	-1,0	105,4	107,1	100,4	107,4	103,7	112,1	122,7	88,9	105,4	102,6	153,2
Abr	2,5	-0,4	105,8	107,7	100,2	107,8	103,9	113,0	123,9	88,5	106,4	102,9	159,1
May	3,0	-0,8	106,3	108,1	100,1	108,5	104,2	112,8	124,1	88,1	105,6	102,6	160,2
Jun	3,0	2,2	106,5	108,6	100,3	108,2	104,4	114,5	126,5	88,5	105,8	103,0	165,1
Jul	3,0	1,5	106,5	108,5	100,7	108,8	104,4	114,4	126,8	88,4	106,5	103,1	166,4
Ago	2,1	-0,6	106,0	108,3	100,1	107,7	104,0	113,4	125,3	87,9	106,0	102,3	162,2

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			Africa	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2003	1.059,0	24,9	38,6	194,6	125,2	29,2	62,9	24,8	167,0	35,1	31,3	134,7	59,4	37,8	93,5
2004	1.146,0	25,8	42,1	204,3	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	40,4	33,3	151,6	64,5	40,6	97,5
2005	1.240,5	29,0	45,2	202,9	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	43,3	34,0	166,4	73,3	46,9	106,7
2006	1.394,9	31,7	49,8	216,6	195,5	55,2	77,7	38,9	201,0	53,9	34,5	184,9	77,9	54,8	122,3
2006 II	341,5	7,9	12,2	53,9	48,1	12,9	18,6	9,9	49,7	12,7	8,4	45,0	19,2	13,5	29,6
2006 III	349,6	7,9	12,7	54,7	49,7	14,2	19,6	9,7	49,9	13,7	8,7	46,0	19,3	13,7	29,8
2006 IV	366,8	8,1	13,1	54,7	52,3	15,6	21,0	9,7	51,1	14,7	8,6	49,1	20,1	14,3	34,4
2007 I	370,4	8,3	13,5	56,6	54,1	15,8	20,5	10,3	49,9	14,4	8,8	49,1	21,4	14,9	32,9
2007 II	369,6	8,4	13,9	56,0	55,4	16,7	20,0	9,9	48,5	14,9	8,9	49,0	21,4	15,4	31,4
2007 III	381,9	.	.	.	.	17,0	20,6	10,2	49,1	15,3	8,3	50,7	22,1	15,6	.
2007 Abr	121,1	2,8	4,5	18,5	18,2	5,4	6,6	3,3	16,5	4,8	2,9	16,2	7,1	5,3	9,2
2007 May	122,3	2,8	4,7	18,3	18,4	5,6	6,7	3,3	15,4	5,1	2,9	16,2	7,1	5,0	10,9
2007 Jun	126,2	2,8	4,8	19,2	18,8	5,7	6,7	3,3	16,6	5,0	3,1	16,6	7,3	5,1	11,3
2007 Jul	124,6	2,9	4,8	19,4	19,1	5,7	6,7	3,3	16,3	5,0	2,8	17,0	7,3	5,2	9,1
2007 Ago	128,9	2,9	4,8	20,1	19,5	5,7	6,9	3,5	16,4	5,1	2,9	17,0	7,4	5,4	11,2
2007 Sep	128,4	.	.	.	.	5,6	6,9	3,5	16,3	5,2	2,6	16,8	7,3	5,1	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,5	14,0	4,0	5,6	2,8	14,4	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,8
Importaciones (c.i.f.)															
2003	986,9	23,7	36,9	138,6	109,0	47,4	50,5	19,4	110,5	74,4	52,1	142,8	68,8	39,9	72,9
2004	1.073,4	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	92,3	54,0	162,3	72,8	45,1	74,1
2005	1.225,7	26,3	42,2	152,4	129,4	76,2	58,0	25,5	119,9	117,9	53,0	191,3	95,9	53,7	83,7
2006	1.404,3	28,4	47,7	166,6	154,5	95,6	62,4	29,5	131,0	144,4	56,9	217,6	110,6	66,2	93,0
2006 II	349,3	7,0	11,6	42,9	37,7	25,5	15,4	7,5	32,3	35,5	14,2	54,9	27,3	16,3	21,4
2006 III	355,2	7,2	12,1	41,4	39,5	24,1	16,1	7,5	32,8	35,9	14,3	54,8	28,1	16,8	24,7
2006 IV	358,8	7,1	12,6	40,8	41,6	22,2	15,9	7,6	33,5	39,5	14,3	54,1	27,9	17,4	24,4
2007 I	360,6	7,0	12,9	40,8	42,4	22,6	16,9	7,9	33,6	42,1	14,9	53,8	26,5	17,9	21,4
2007 II	359,3	7,1	12,8	41,5	43,4	23,7	16,5	7,9	32,1	39,8	14,0	53,0	26,9	18,3	22,4
2007 III	373,0	.	.	.	.	23,6	17,2	8,1	32,9	44,6	14,4	53,6	27,6	18,7	.
2007 Abr	119,3	2,4	4,3	13,9	14,1	8,0	5,7	2,6	10,6	13,0	4,5	17,4	8,4	6,0	8,4
2007 May	119,0	2,2	4,3	13,5	14,3	7,8	5,1	2,6	10,9	13,1	4,8	17,7	8,9	6,1	7,7
2007 Jun	121,0	2,4	4,2	14,1	15,0	7,9	5,6	2,7	10,6	13,7	4,8	17,9	9,6	6,2	6,2
2007 Jul	124,1	2,5	4,2	14,4	14,7	8,2	5,7	2,7	10,9	14,8	4,7	18,4	9,4	6,1	7,5
2007 Ago	124,4	2,4	4,4	14,5	15,2	7,8	5,8	2,7	10,8	15,0	5,0	18,1	9,1	6,2	7,4
2007 Sep	124,5	.	.	.	.	7,6	5,7	2,7	11,2	14,8	4,7	17,2	9,2	6,4	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,4	2,1	9,3	10,3	4,1	15,5	7,9	4,7	6,6
Saldo															
2003	72,1	1,1	1,7	56,0	16,2	-18,2	12,4	5,4	56,5	-39,3	-20,8	-8,1	-9,4	-2,1	20,6
2004	72,6	0,4	2,3	59,9	21,9	-20,7	13,3	8,6	59,3	-51,9	-20,7	-10,7	-8,3	-4,5	23,5
2005	14,8	2,6	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,8	9,2	65,1	-74,6	-19,0	-24,9	-22,7	-6,8	23,0
2006	-9,4	3,3	2,1	50,0	41,0	-40,4	15,3	9,4	70,1	-90,4	-22,3	-32,7	-32,7	-11,5	29,4
2006 II	-7,8	0,9	0,7	11,0	10,4	-12,6	3,2	2,5	17,4	-22,8	-5,8	-9,9	-8,2	-2,8	8,2
2006 III	-5,7	0,7	0,7	13,3	10,3	-9,8	3,5	2,2	17,1	-22,2	-5,7	-8,7	-8,9	-3,2	5,1
2006 IV	8,0	1,1	0,5	13,9	10,7	-6,5	5,0	2,1	17,7	-24,8	-5,7	-5,1	-7,8	-3,2	10,0
2007 I	9,8	1,3	0,5	15,9	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,3	-27,8	-6,1	-4,7	-5,1	-3,0	11,5
2007 II	10,3	1,3	1,1	14,5	11,9	-7,0	3,5	2,0	16,4	-24,9	-5,2	-4,0	-5,5	-2,9	9,0
2007 III	8,9	.	.	.	.	-6,6	3,4	2,2	16,2	-29,3	-6,1	-2,9	-5,6	-3,1	.
2007 Abr	1,7	0,4	0,2	4,6	4,1	-2,6	0,9	0,7	5,9	-8,2	-1,6	-1,2	-1,4	-0,8	0,7
2007 May	3,4	0,6	0,4	4,8	4,1	-2,2	1,5	0,7	4,6	-8,0	-1,9	-1,5	-1,8	-1,1	3,2
2007 Jun	5,2	0,4	0,5	5,1	3,8	-2,3	1,0	0,6	5,9	-8,7	-1,6	-1,2	-2,3	-1,1	5,1
2007 Jul	0,5	0,4	0,6	5,0	4,4	-2,5	1,1	0,6	5,4	-9,8	-1,9	-1,4	-2,0	-1,0	1,7
2007 Ago	4,5	0,5	0,4	5,7	4,3	-2,1	1,1	0,8	5,6	-9,8	-2,1	-1,1	-1,7	-0,9	3,8
2007 Sep	3,9	.	.	.	.	-2,0	1,2	0,8	5,2	-9,6	-2,1	-0,4	-1,9	-1,3	.

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



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	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	106,4
2006 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	104,7	-	-	-	112,7	105,4
Abr	107,1	107,8	105,0	-	-	-	113,7	106,3
May	107,3	107,9	104,6	-	-	-	113,6	106,1
Jun	106,9	107,4	104,2	-	-	-	113,1	105,6
Jul	107,6	108,1	104,7	-	-	-	113,9	106,3
Ago	107,1	107,7	104,7	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,8	105,5	-	-	-	114,7	107,0
Oct	109,4	110,0	106,4	-	-	-	115,7	107,9
Nov	111,0	111,6	107,8	-	-	-	117,6	109,6
% variación sobre mes anterior								
2007 Nov	1,4	1,5	1,3	-	-	-	1,6	1,6
% variación sobre año anterior								
2007 Nov	6,2	6,0	3,8	-	-	-	5,8	5,2

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

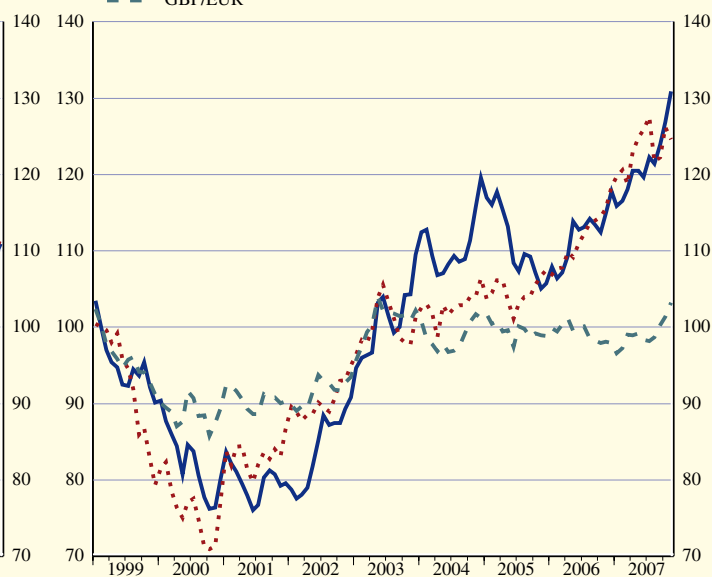
C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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



— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 May	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1,253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
Jun	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1,245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
Jul	7,4410	9,1842	0,67440	1,3716	166,76	1,6567	1,259,70	10,7247	2,0789	1,4417	7,9380	1,5809
Ago	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1,273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
Sep	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1,291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
Oct	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1,301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
Nov	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1,348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
	% variación sobre mes anterior											
2007 Nov	0,0	1,3	1,8	3,2	-1,2	-1,3	3,6	3,5	1,9	2,0	3,3	3,4
	% variación sobre año anterior											
2007 Nov	0,0	2,1	5,2	14,0	7,8	3,5	11,9	13,9	6,0	-3,2	-3,5	-1,9
	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
2007 I	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812	
II	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	
III	27,941	15,6466	0,58417	0,6988	3,4528	251,82	0,4293	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	
2007 May	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836	
Jun	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243	
Jul	28,359	15,6466	0,58412	0,6969	3,4528	246,90	0,4293	3,7682	33,326	1,9558	3,1345	
Ago	27,860	15,6466	0,58420	0,6978	3,4528	255,20	0,4293	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	
Sep	27,573	15,6466	0,58420	0,7021	3,4528	253,33	0,4293	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	
Oct	27,335	15,6466	0,58420	0,7030	3,4528	251,02	0,4293	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	
Nov	26,733	15,6466	0,58420	0,7005	3,4528	254,50	0,4293	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Nov	-2,2	0,0	0,0	-0,4	0,0	1,4	0,0	-1,3	-1,2	0,0	3,6	
	% variación sobre año anterior											
2007 Nov	-4,6	0,0	1,1	0,5	0,0	-1,7	0,0	-4,4	-7,4	0,0	-0,6	
	Yuan renminbi chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandés ²⁾	Nueva lira turca ³⁾	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11,127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1,777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12,072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006	10,0096	7,3247	87,76	11,512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
2007 I	10,1688	7,3656	89,28	11,934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492	
II	10,3476	7,3494	85,82	12,082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029	
III	10,3834	7,3080	86,71	12,705,62	4,7608	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	1,7685	
2007 May	10,3689	7,3258	85,12	11,927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029	
Jun	10,2415	7,3313	84,26	12,056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728	
Jul	10,3899	7,2947	83,16	12,441,28	4,7184	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	1,7574	
Ago	10,3162	7,3161	88,46	12,765,65	4,7457	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	1,7921	
Sep	10,4533	7,3134	88,59	12,927,37	4,8249	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	1,7536	
Oct	10,6741	7,3284	86,30	12,945,80	4,8005	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	1,7089	
Nov	10,8957	7,3365	89,34	13,608,92	4,9279	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	1,7498	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Nov	2,1	0,1	3,5	5,1	2,7	2,6	0,6	1,5	2,3	2,7	2,4	
	% variación sobre año anterior											
2007 Nov	7,6	-0,2	0,1	15,6	5,0	-0,2	-1,4	4,8	5,3	-2,0	-6,9	

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007 I	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
II	4,7	2,6	1,5	5,8	1,8	8,5	5,0	8,5	-0,9	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
III	9,0	2,7	1,0	6,7	2,3	10,4	5,9	7,3	0,4	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
2007 Jun	5,3	2,6	1,3	6,0	1,7	8,9	5,0	8,5	-0,6	2,6	3,9	1,5	1,3	2,4
Jul	6,8	2,5	1,1	6,5	2,3	9,5	5,1	8,3	-0,2	2,5	4,1	1,2	1,4	1,9
Ago	9,3	2,6	0,9	6,1	2,2	10,2	5,6	7,1	0,6	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
Sep	11,0	2,8	1,2	7,5	2,3	11,5	7,1	6,4	0,9	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
Oct	10,6	4,0	1,8	8,7	2,7	13,2	7,6	6,9	1,6	3,1	6,9	2,4	1,9	2,1
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-2,4	-0,4	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-1,2	-0,3	-0,6	-9,2	-2,5	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	70,2	14,5	19,4	59,4	72,7	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	69,1	12,5	18,6	61,6	70,8	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	65,2	10,6	18,2	65,6	64,7	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje: media del período														
2007 May	4,26	4,23	4,34	-	4,44	6,03	4,36	6,53	4,61	5,29	7,39	4,40	4,15	5,20
Jun	4,57	4,53	4,65	-	4,44	5,62	4,57	6,71	5,12	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
Jul	4,79	4,59	4,58	-	4,44	5,28	4,89	6,58	5,18	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
Ago	4,79	4,48	4,39	-	4,44	5,32	4,80	6,80	4,94	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
Sep	4,44	4,54	4,36	-	4,45	5,21	4,72	6,67	4,85	5,69	6,93	4,61	4,22	5,05
Oct	4,59	4,50	4,39	-	4,60	5,06	4,72	6,61	4,92	5,64	6,93	4,64	4,31	5,00
Tipo de interés a tres meses en porcentaje: media del período														
2007 May	4,40	2,77	4,28	4,69	3,99	9,99	4,89	-	4,23	4,44	7,62	4,16	3,57	5,77
Jun	4,53	2,93	4,37	4,74	3,99	8,09	4,91	8,02	4,36	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
Jul	4,69	3,07	4,42	4,73	4,05	6,66	4,97	7,87	4,48	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
Ago	4,80	3,28	4,66	4,94	4,43	7,99	5,25	7,83	4,36	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
Sep	5,25	3,46	4,85	5,21	4,31	11,06	5,59	7,72	4,37	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
Oct	5,59	3,55	4,84	5,22	4,34	12,75	5,93	7,60	4,37	5,13	6,82	4,33	4,37	6,27
PIB real														
2005	6,2	6,5	3,1	10,2	3,9	10,6	7,9	4,1	3,1	3,6	4,2	6,6	3,3	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	3,8	11,9	7,7	3,9	3,2	6,2	7,7	8,5	4,1	2,8
2007 I	6,2	6,2	2,9	10,1	4,0	11,2	7,6	2,6	3,5	6,7	6,0	8,3	3,2	3,1
II	6,6	6,0	0,5	7,6	3,8	11,0	7,6	1,6	3,7	6,6	5,6	9,3	2,9	3,1
III	.	.	1,7	.	.	.	11,6	.	.	5,8	5,7	9,4	2,6	3,2
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-5,3	-11,2	-5,9	-6,0	-5,5	-1,3	-7,9	-8,5	6,9	-2,3
2006	-15,0	-2,8	2,6	-13,2	-5,7	-21,1	-9,6	-5,9	-3,7	-2,6	-10,5	-7,1	6,3	-3,2
2006 IV	-25,3	-4,8	1,2	-14,1	-25,4	-26,0	-10,5	-4,1	-4,0	-3,3	-10,0	-6,2	7,1	-3,8
2007 I	-27,3	2,1	-2,1	-21,1	-13,2	-24,4	-12,2	-5,0	-10,1	-2,4	-16,9	1,0	9,4	-3,6
II	-19,2	-4,8	2,8	-12,9	-2,9	-22,7	-14,6	-6,6	-4,7	-4,2	-16,0	-6,9	5,0	-2,4
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,7	0,9	2,6	1,4	15,2	5,9	3,1	0,3	0,3	.	4,3	0,0	3,9
2006	4,5	1,0	2,2	8,0	-0,2	14,0	8,5	.	0,5	.	.	1,7	0,4	2,5
2007 I	14,6	3,1	4,4	16,0	-	-	4,6	-	-0,3	-	-	2,5	4,1	0,5
II	13,2	2,6	6,3	20,1	-	-	7,7	-	-0,2	-	-	-0,4	3,7	2,5
III	.	.	3,9	.	-	-	.	-	.	-	-	0,3	2,8	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,4	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2007 I	7,7	5,8	4,0	4,9	4,0	6,4	4,7	7,3	6,6	10,8	6,4	11,3	6,5	5,4
II	7,0	5,5	3,7	5,1	3,9	5,8	4,4	7,2	6,4	9,9	6,7	11,3	6,1	5,3
III	6,5	5,2	3,2	5,5	3,8	5,3	4,3	7,2	6,3	9,2	7,2	11,2	5,7	.
2007 Jun	6,8	5,4	3,7	5,2	3,8	5,6	4,2	7,2	6,4	9,6	6,8	11,3	5,8	5,2
Jul	6,7	5,3	3,3	5,4	3,9	5,5	4,4	7,2	6,3	9,5	7,1	11,2	5,6	5,2
Ago	6,5	5,2	3,3	5,5	3,8	5,3	4,2	7,3	6,3	9,2	7,2	11,2	5,8	5,2
Sep	6,3	5,1	3,2	5,6	3,7	5,2	4,2	7,2	6,3	8,9	7,3	11,2	5,9	.
Oct	6,2	5,0	2,9	5,4	3,8	5,0	4,3	7,3	6,2	8,8	7,3	11,2	5,8	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

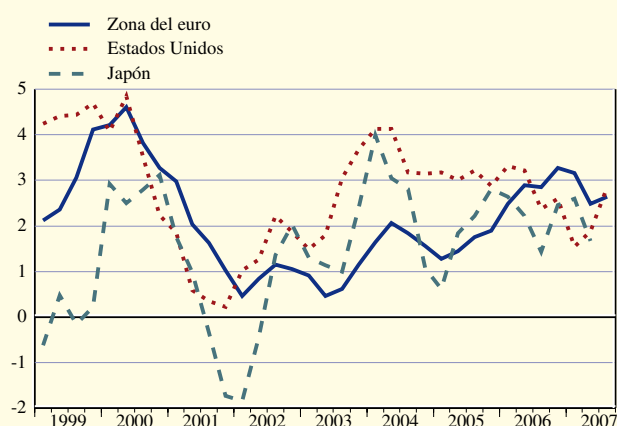
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	4,79	1,2556	-2,6	48,7
2006 III	3,3	-3,9	2,4	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,9	48,6
2006 IV	1,9	0,4	2,6	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-2,1	48,7
2007 I	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,7
2007 II	2,7	2,4	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	-2,6	48,7
2007 III	2,4	2,8	2,8	1,9	4,6	6,4	5,45	4,74	1,3738	.	.
2007 Jul	2,4	-	-	2,4	4,6	6,0	5,36	5,01	1,3716	-	-
2007 Ago	2,0	-	-	1,6	4,6	6,6	5,48	4,68	1,3622	-	-
2007 Sep	2,8	-	-	1,7	4,7	6,7	5,49	4,51	1,3896	-	-
2007 Oct	3,5	-	-	2,4	4,7	6,3	5,15	4,52	1,4227	-	-
2007 Nov	.	-	-	.	.	.	4,96	4,16	1,4684	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 III	0,6	-2,8	1,4	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 IV	0,3	-3,6	2,4	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,5	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2007 II	-0,1	.	1,5	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 III	-0,1	.	2,2	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
2007 Jul	0,0	-	-	3,2	3,6	2,1	0,77	1,89	166,76	-	-
2007 Ago	-0,2	-	-	4,4	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	-	-
2007 Sep	-0,2	-	-	0,8	4,0	1,8	0,99	1,61	159,82	-	-
2007 Oct	0,3	-	-	4,7	4,0	1,9	0,97	1,66	164,95	-	-
2007 Nov	.	-	-	.	.	.	0,91	1,51	162,89	-	-

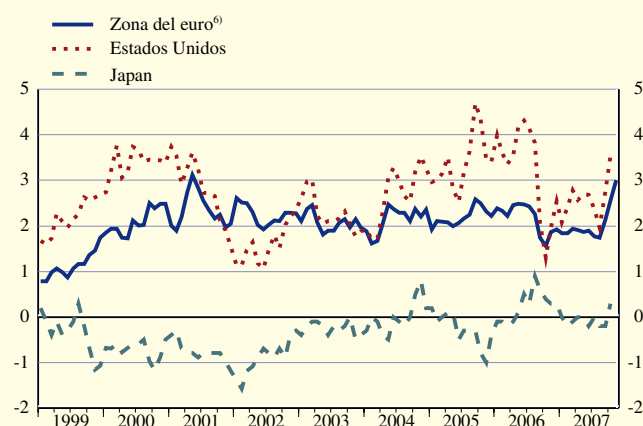
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S45
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S65
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de diciembre de 2007.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren

al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. A partir del 2007 los datos se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada en-

tidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre las interacciones entre estos sectores y entre el resto del mundo de la zona del euro. Los datos que se presentan sobre precios corrientes —no desestacionalizados y a precios corrientes— corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: 1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; 2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; 3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; 4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; 5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financia-

ción), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro (es decir, cuentas 1 a 5 descritas anteriormente), siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro

trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o

índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con

los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de

crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de inte-

rés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual

por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁰. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la ba-

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

10 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

lanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral, o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se

recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, que se actualizó el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importacio-

nes, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-24 está integrado por los 14 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia,

Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad margi-

nal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han

tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%,

respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007

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

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



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el tercer trimestre del 2007, TARGET procesó una media diaria de 361.130 pagos, por un importe medio total diario de 2.436 mm de euros. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso una disminución del 2% en el número de órdenes y un aumento del 1% en su importe. Si se compara con el mismo período del año pasado, se observa un incremento del 15% en el número de operaciones procesadas y del 20% en su importe. La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo en el mismo nivel elevado, el 89%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 60%, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 28 de septiembre, último día del trimestre, fecha en que se procesó un total de 515.573 pagos.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 280.952 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.536 mm de euros, en el tercer trimestre del 2007. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron un descenso del 2% en el número de operaciones procesadas y del 1% en su importe. En relación con el mismo período del 2006, el número de órdenes de pago y el importe crecieron un 16%. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 78% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 63% de su importe. El importe medio de estas operaciones se mantuvo en 5,4 millones de euros. Por tramos de importes, el 64% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 185 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 28 de septiembre, fecha en que se procesó un total de 398.081 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 80.178

pagos, por un importe medio total diario de 900 mm de euros, en el tercer trimestre del 2007. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso una reducción del 3% en el número de pagos y un aumento del 3% en el importe. En relación con el mismo período del 2006, se observó un incremento del 12% en el número de operaciones y del 27% en su importe. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 48% en lo que se refiere al número de operaciones y del 95% en cuanto al importe. El importe medio de los pagos interbancarios ascendió de 21,1 millones de euros a 22,2 millones de euros, y el de los pagos de clientes se mantuvo en 1,1 millones de euros. Por tramos de importes, el 64% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 15% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 85 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 28 de septiembre, fecha en que se procesó un total de 117.492 pagos.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el tercer trimestre del 2007, TARGET logró una disponibilidad general del 99,94%, en comparación con el 99,88% del trimestre anterior. El número de incidencias que afectó a la disponibilidad del sistema fue de 9, cuatro menos que en el trimestre precedente. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el tercer trimestre del 2007, ninguna incidencia tuvo una duración superior a dos horas. Sin embargo, una incidencia provocó un retraso de 30 minutos en el cierre de TARGET el día 20 de septiembre. En el cuadro 3 se muestra la disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE. En el trimestre analizado, el 97,84% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 2,02% tardó de cinco a quince minutos, y el 0,47%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	20.313.134	22.062.699	22.069.092	22.882.111	23.473.483
Media diaria	313.247	350.202	344.830	369.066	361.130
Pagos intra-Estado miembro					
Total	15.686.100	17.153.073	17.071.952	17.746.830	18.261.887
Media diaria	241.873	272.271	266.749	286.239	280.952
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.627.034	4.909.629	4.997.140	5.135.281	5.211.596
Media diaria	71.374	77.931	78.080	82.827	80.178
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	11.712.173	12.390.099	12.540.775	13.252.906	13.210.577
Media diaria	180.593	196.668	195.876	213.757	203.240
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.587.129	1.700.859	1.678.885	1.659.684	1.636.102
Media diaria	24.512	26.998	26.235	26.769	25.171
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sakit-järjestelmä (POPS)					
Total	144.456	136.200	136.111	173.124	150.046
Media diaria	2.224	2.162	2.126	2.792	2.308

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

(mm de euros)	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	131.843	137.943	143.598	150.143	158.305
Media diaria	2.031	2.190	2.244	2.422	2.436
Pagos intra-Estado miembro					
Total	85.847	90.307	93.776	95.905	99.826
Media diaria	1.322	1.434	1.465	1.547	1.536
Pagos entre Estados miembros					
Total	45.995	47.637	49.822	54.237	58.478
Media diaria	709	756	778	875	900
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	12.399	12.766	13.480	13.876	15.112
Media diaria	191	203	210	224	233
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	3.572	3.795	3.883	4.459	4.571
Media diaria	55	60	61	72	70
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sakit-järjestelmä (POPS)					
Total	111	114	128	115	111
Media diaria	2	2	2	2	2

**Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET
para cada componente nacional
y para el mecanismo de pagos del BCE**

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad III 2007
Bélgica	100,00%
Dinamarca	99,96%
Alemania	100,00%
Estonia	100,00%
Irlanda	100,00%
Grecia	100,00%
España	99,96%
Francia	99,86%
Italia	100,00%
Luxemburgo	99,95%
Países Bajos	100,00%
Austria	100,00%
Polonia	100,00%
Portugal	99,75%
Finlandia	99,54%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,96%
Disponibilidad general de TARGET	99,94%

de procesamiento fue superior a treinta minutos en 50 pagos diarios, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 80.178 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre septiembre y noviembre del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

«Informe Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Convergence Report December 2006».

«Informe de Convergencia 2006: Introducción y resumen», diciembre 2006.

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«Hedge funds: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.

«Salos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.

«Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.

«El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.

«Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.

«“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.

«La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.

«Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 2006.

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.
 «Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.
 «Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.
 «La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.
 «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.
 «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.
 «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.
 «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.
 «Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.
 «Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.
 «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.
 «Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.
 «Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.
 «Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.
 «Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.
 «Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.
 «Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.
 «Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.
 «Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.
 «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.
- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.

- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.
- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.

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

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, n.º 4, abril 2006 (sólo Internet).

Research Bulletin, n.º 5, diciembre 2006.

Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

- 823 «Modelling Ireland's exchange rates: from EMS to EMU», por D. Bond, M. J. Harrison y E. J. O'Brien, octubre 2007.
- 824 «Evolving US monetary policy and the decline of inflation predictability», por L. Benati y P. Surico, octubre 2007.
- 825 «What can probability forecasts tell us about inflation risks?», por J. A. García y A. Manzanares, octubre 2007.
- 826 «Risk-sharing, finance and institutions in international portfolios», por M. Fratzscher y J. Imbs, octubre 2007.
- 827 «How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?», por S. M. Lein-Rupprecht, M. A. León-Ledesma y C. Nerlich, noviembre 2007.
- 828 «Potential output growth in several industrialised countries: a comparison», por C. Cahn y A. Saint-Guilhem, noviembre 2007.
- 829 «Modelling inflation in China: a regional perspective», por A. Mehrotra, T. Peltonen y A. Santos Rivera, noviembre 2007.
- 830 «The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality», por J. Ejsing, J. A. García y T. Werner, noviembre 2007.
- 831 «Hierarchical Markov normal mixture models with applications to financial asset returns», por J. Geweke y G. Amisano, noviembre 2007.
- 832 «The yield curve and macroeconomic dynamics», por P. Hördahl, O. Tristani y D. Vestin, noviembre 2007.
- 833 «Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?», por M. Ca' Zorzi y B. Schnatz, noviembre 2007.
- 834 «International frictions and optimal monetary policy cooperation: analytical solutions», por M. Darracq Pariès, noviembre 2007.
- 835 «US shocks and global exchange rate configurations», por M. Fratzscher, noviembre 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 Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

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

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

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

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

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

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

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

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

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

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

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

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

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

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

«How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.
«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007.
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
«Review of the international role of the euro», junio 2007.
«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
«Financial Stability Review», junio 2007.
«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.
«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (solo en Internet).
«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (solo en Internet).
«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.
«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.
«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.
«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.
«EU banking structures», octubre 2007.
«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», mayo 2006.
«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.
«The single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», noviembre 2006.
«A single currency: an integrated market infrastructure», septiembre 2007.



GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del periodo. 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 indiciada 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.