



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

BOLETÍN MENSUAL JUNIO



BANCO CENTRAL EUROPEO
LOS PRIMEROS DIEZ AÑOS



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JUNIO 2008

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

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

© Banco Central Europeo, 2008

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 4 de junio de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	ANEXOS	
Entorno exterior de la zona del euro	9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Evolución monetaria y financiera	20	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	III
Precios y costes	60	Glosario	IX
Producto, demanda y mercado de trabajo	70		
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	94		
Recuadros			
1 ¿A que obedece la escalada de los precios mundiales de los alimentos?	10		
2 Recientes desplazamientos entre distintas categorías de activos financieros de los hogares	22		
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de febrero y el 13 de mayo de 2008	34		
4 Evolución reciente de los beneficios de las empresas de la zona del euro	43		
5 Comparación de los diferenciales de financiación mediante deuda de las empresas en la zona del euro y en Estados Unidos	49		
6 Evolución reciente de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad	65		
7 Tendencias recientes de crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos	76		
8 Políticas fiscales dicrecionales, estabilización automática e incertidumbre económica	85		
9 Supuestos técnicos	89		
10 Previsiones de otras instituciones	92		
11 La revaluación de la corona eslovaca en el MTC II	97		

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 5 de junio de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno observó que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo han aumentado adicionalmente. Las tasas de inflación se han incrementado de forma significativa desde el otoño del pasado año, debido principalmente a las fuertes subidas de los precios de la energía y de los alimentos. Se espera que la inflación medida por el IAPC permanezca elevada durante un período más prolongado de lo previsto con anterioridad. Los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo se ven corroborados asimismo por el gran vigor continuado de la expansión monetaria y crediticia y por la ausencia hasta el momento de restricciones significativas en la oferta de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya que el objetivo primordial del BCE es mantener la estabilidad de precios a medio plazo, conforme al mandato que le ha sido encomendado, y está realizando un seguimiento muy atento de todos los factores. Se encuentra en una posición de alerta reforzada. Actuando con firmeza y en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno evitará la aparición de efectos de segunda vuelta y garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no se materialicen. El Consejo de Gobierno tiene la clara determinación de garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Por lo que se refiere al análisis económico, el crecimiento de PIB real en el primer trimestre del 2008 fue mucho más intenso de lo esperado, registrándose una tasa intertrimestral del 0,8%. Esta fortaleza es en parte reflejo de factores temporales, en especial de la inusual suavidad del invierno en muchos lugares de Europa, que parece haber favorecido la actividad constructora. No obstante, es posible que la elevada tasa de crecimiento correspondiente al primer trimestre se compense parcialmente en el segundo, por lo que resulta más apropiado evaluar los dos primeros trimestres del 2008 de forma con-

junta, para evitar que la elevada volatilidad conduzca a una interpretación equivocada de los resultados trimestrales.

En consonancia con las previsiones disponibles, se espera que tanto la demanda interna como la externa continúen respaldando el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 2008, aunque en menor medida que en el 2007. Se estima que el crecimiento de la economía mundial, aun moderándose, seguirá siendo sostenido, beneficiándose en particular de la intensidad del crecimiento continuado observado en las economías emergentes, que debería seguir favoreciendo la demanda externa de la zona del euro. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos y la zona no presenta desequilibrios importantes. En este contexto, el crecimiento de la inversión continuaría respaldando la actividad económica, ya que la utilización de la capacidad productiva sigue siendo elevada y la rentabilidad del sector de sociedades no financieras se ha mantenido. Asimismo, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente y las tasas de desempleo han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años, lo cual favorece la renta real disponible, pese a que el poder adquisitivo se está moderando por el impacto del incremento de los precios de la energía y de los alimentos.

Estas perspectivas se reflejan asimismo en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio del 2008, que sitúan el crecimiento medio anual del PIB real en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,1% en el 2008, y entre el 1,0% y el 2,0% en el 2009. Estos intervalos, comparados con los de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE en marzo, indican que el crecimiento del PIB real actualmente proyectado para el 2008 se sitúa en la parte superior del intervalo indicado en marzo del 2008 debido, principalmente, a que el resultado registrado en el primer trimestre fue mejor de lo esperado. Para el 2009, el intervalo se ha ajustado a la baja tras el aumento de los precios de las materias primas de los últimos meses. Las tasas anuales de crecimiento han de interpretarse con especial cautela en esta ocasión, ya que, si bien sugieren que el crecimiento podría ser más débil en el 2009 que en

el 2008, no permiten ver que, de acuerdo con las proyecciones, en términos intertrimestrales, el crecimiento del PIB real se situaría en niveles mínimos en el 2008, antes de recuperarse de forma gradual. Es importante tener presente esta distinción para no extraer conclusiones erróneas acerca de la dinámica de crecimiento que implican las proyecciones.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada y persisten los riesgos a la baja. Estos riesgos siguen estando relacionados, en particular, con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan una incidencia sobre la economía real más negativa de lo previsto. Asimismo, los riesgos a la baja tienen origen en el efecto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevos aumentos no previstos de los precios de la energía y de los alimentos, así como en la inquietud respecto a la aparición de presiones proteccionistas y en una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido por encima del 3% durante los siete últimos meses y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, se situó en el 3,6% en mayo del 2008. Este dato confirma la mayor persistencia de las actuales presiones alcistas sobre la inflación de la zona del euro, derivadas, principalmente, de los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos durante los últimos meses en todo el mundo.

De cara al futuro, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre estas materias primas, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga por encima del 3% durante algún tiempo y que se modere sólo gradualmente en el 2009. En consecuencia, la zona del euro está atravesando un período prolongado de tasas de inflación interanuales elevadas que, probablemente, resultará más persistente de lo previsto.

En consonancia con esta valoración, las proyecciones de los expertos del Eurosistema sitúan la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC

entre el 3,2% y el 3,6% en el 2008, y entre el 1,8% y el 3,0% en el 2009. Los intervalos proyectados para el 2008 y el 2009 son considerablemente más elevados que los indicados en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2008, como reflejo, principalmente, de la subida de los precios del petróleo y de los alimentos y del aumento de las presiones inflacionistas en el sector servicios.

En este contexto, es importante recordar la naturaleza condicional de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, que se basan en una serie de supuestos de carácter puramente técnico sin vinculación con orientaciones de política. En especial, los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés a corto plazo se derivan de las expectativas de los mercados a mediados de mayo. Asimismo, cabe señalar que las proyecciones parten del supuesto de que el reciente dinamismo de los precios del petróleo y de otras materias primas disminuirá durante el horizonte considerado en las proyecciones, en consonancia con los precios de los contratos de futuros. Otro supuesto esencial es que no se producirán efectos de segunda vuelta generalizados sobre los salarios.

En opinión del Consejo de Gobierno, en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen apuntando claramente al alza y se han incrementado adicionalmente. Estos riesgos incluyen en particular la posibilidad de nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos, así como de aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. La posibilidad de que el proceso de fijación de precios y salarios pudiera intensificar las presiones inflacionistas constituye otro motivo de preocupación. La capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia, como algunos subsectores de los servicios, podría resultar mayor de lo previsto. Además, se podría producir un crecimiento de los salarios mayor de lo esperado, si se tienen en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva, la falta de holguras en los mercados de trabajo y el riesgo de aparición de efectos de se-

gunda vuelta. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las negociaciones salariales y del proceso de fijación de precios en la zona del euro.

En estas circunstancias, es imprescindible garantizar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Todas las partes, tanto del sector privado como del sector público, deben asumir sus responsabilidades. En el proceso de fijación de salarios, es preciso tener en cuenta la evolución de la productividad, el nivel todavía elevado del desempleo en muchas economías y los niveles de competitividad de los precios. La moderación de los incrementos de los costes laborales resulta especialmente necesaria en aquellos países que han visto reducida su competitividad en términos de precios en los últimos años. Debe evitarse la generalización de los efectos de segunda vuelta derivados de la incorporación de la subida de los precios de la energía y de los alimentos en el proceso de fijación de precios y salarios. En este contexto, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación la existencia de sistemas con mecanismos de indexación de los salarios nominales a los precios de consumo. Estos mecanismos comportan un riesgo de perturbaciones alcistas sobre la inflación, que darían lugar a una espiral de precios y salarios perjudicial para el empleo y la competitividad de los países. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eviten estos sistemas.

El análisis monetario confirma que siguen predominando los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y más largo plazo. El crecimiento interanual de M3 mantuvo su fortaleza en abril, respaldado por el continuado dinamismo del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. El impacto de la curva de rendimientos plana y otros factores de naturaleza temporal sugieren que el crecimiento interanual de M3 sigue sobrestimando del ritmo de crecimiento monetario subyacente. No obstante, aun teniendo en cuenta estos factores específicos, el análisis general de los datos más recientes confirma que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo elevada.

El crecimiento interanual de M1 ha continuado moderándose durante los últimos meses, debido a que el incremento de los tipos de interés a corto plazo ha favorecido nuevos desplazamientos desde depósitos a la vista hacia depósitos a plazo. El crecimiento del endeudamiento de los hogares se ha moderado, asimismo, como reflejo de la repercusión de la subida de los tipos de interés a corto plazo y del enfriamiento de los mercados de la vivienda en algunos lugares de la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras ha mantenido su notable fortaleza. Aunque de cara al futuro cabe esperar que el ritmo disminuya en cierta medida debido al endurecimiento de las condiciones de financiación y a la mayor lentitud del crecimiento económico, el endeudamiento bancario de las sociedades no financieras de la zona del euro creció a una tasa interanual del 14,9% en abril del 2008 y el flujo de préstamos ha sido intenso en los últimos meses.

El análisis monetario ha respaldado la necesidad de una orientación de la política monetaria a medio plazo ante las turbulencias financieras actuales. Desde esta perspectiva, el análisis monetario apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes temporales más amplios. Asimismo, un estudio exhaustivo de las contrapartidas monetarias sugiere que, hasta ahora, las turbulencias no han afectado significativamente a la oferta de préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma claramente la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de gran vigor de la expansión monetaria y crediticia en el que, hasta ahora, no existen restricciones significativas en la oferta de préstamos bancarios. De hecho, el Consejo de Gobierno observó que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo han aumentado adicionalmente. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos y los últimos datos macroeconómicos continúan apuntando a un crecimiento moderado, aunque sostenido, del PIB real. En este contexto, el Consejo de Gobierno está realizando un seguimiento muy atento de todos los factores.

Se encuentra en una posición de alerta reforzada. Actuando con firmeza y en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno evitará la aparición de efectos de segunda vuelta y garantizará que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no se materialicen. Resulta esencial garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción las orientaciones de la primavera del 2008 relativas a las políticas fiscales de la zona del euro, aprobadas por los ministros del Eurogrupo el 13 de mayo de 2008. Muchos gobiernos de la zona del euro todavía tienen que aplicar políticas mucho más ambiciosas para garantizar el cumplimiento de sus objetivos presupuestarios a medio plazo a más tardar en el 2010, conforme a lo acordado en Berlín en abril del 2007. Alcanzar y mantener situaciones presupuestarias saneadas resulta imprescindible para que los estabilizadores automáticos puedan actuar libremente en todos los países de la zona del euro y contribuirá a que los países se preparen para hacer frente a los costes presupuestarios que representa el envejecimiento de la población. La constancia en la aplicación de unas políticas fiscales prudentes y eficientes contribuiría asimismo a contener las actuales presiones in-

flacionistas e incrementaría el crecimiento potencial y el empleo.

En lo concerniente a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno reitera su pleno apoyo a los esfuerzos encaminados a fomentar la competencia, incrementar la productividad y aumentar la flexibilidad de los mercados. En el contexto del acusado aumento de los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales, eliminar los obstáculos a la competencia presentes en los diversos eslabones de la cadena de suministro alimentario en los sectores minoristas y de distribución beneficiaría a los consumidores europeos al reducir los precios. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el «chequeo» al que está siendo sometida la política agrícola común de la UE, así como los esfuerzos para limitar las presiones al alza sobre los precios de los productos agrícolas a través de políticas de biocombustibles. Asimismo, la conclusión satisfactoria de las negociaciones comerciales de la ronda de Doha debería favorecer un mejor funcionamiento del comercio mundial y, específicamente, de los mercados agrarios europeos y mundiales. Las políticas tributarias no constituyen un medio apropiado para contrarrestar las subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, pues emplearlas con estos fines enviaría señales erróneas tanto a los productores como a los consumidores y distorsionaría los mercados.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Las tensiones en los mercados financieros han seguido afectando a la actividad económica mundial en los últimos meses. La generalización del debilitamiento de la economía estadounidense y las repercusiones, a escala mundial, de las turbulencias financieras se han traducido en una desaceleración del crecimiento económico en las principales economías industrializadas, mientras que la relativa capacidad de resistencia de la demanda interna en las economías emergentes está sosteniendo el crecimiento mundial. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas han seguido siendo intensas a nivel internacional, estimuladas por las fuertes subidas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En conjunto, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento a escala mundial siguen situándose a la baja.

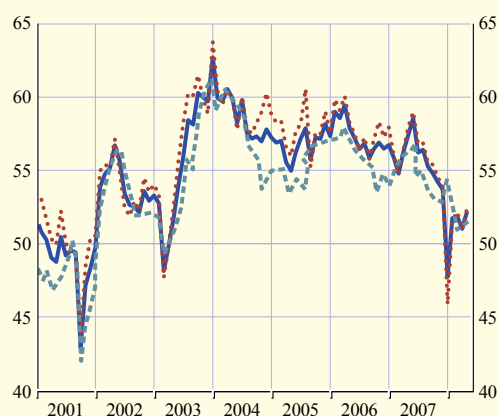
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las tensiones en los mercados financieros han seguido afectando a la actividad económica mundial en los últimos meses, aunque algunos segmentos de dichos mercados parecen haber recobrado parcialmente la calma en fechas más recientes. Los datos provenientes de Estados Unidos apuntan a una generalización de la debilidad económica más allá del sector de la vivienda, lo cual, unido a las repercusiones mundiales de las turbulencias financieras, se ha traducido en una desaceleración del crecimiento económico en las principales economías industrializadas. Al mismo tiempo, el crecimiento a escala mundial se ha sostenido relativamente bien gracias a la capacidad de resistencia de la demanda interna en las economías emergentes. La actividad económica en estos países, aunque también está experimentando una desaceleración, está contribuyendo de forma sustancial al crecimiento del PIB mundial. No obstante, en consonancia con la desaceleración general de la actividad económica mundial, el entorno exterior de la zona del euro ha seguido deteriorándose en el último trimestre. Esta evolución es coherente con la evidencia de las encuestas de opinión sobre la coyuntura económica mundial. En mayo, el Índice general de directores de com-

Gráfico 1 Producto mundial medido por el Índice de directores de compras

(índice de difusión: desestacionalizado)

- Índice general
- ... Sector servicios
- - - Sector manufacturero

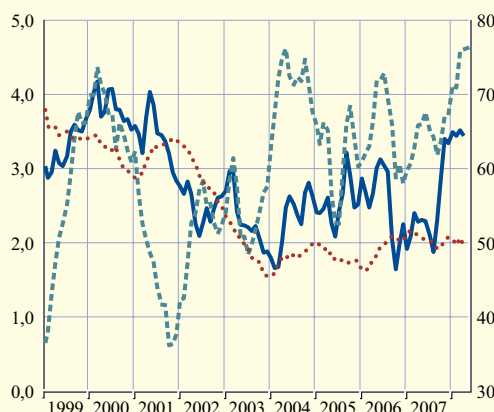


Fuente: NTC Economics.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

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

- Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
- ... Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. alimentación y energía)
- - - Precios mundiales de los bienes intermedios del Índice de directores de compras (derecha)



Fuente: OCDE y NTC Economics.

pras, que abarca la producción de todos los sectores se situó en un nivel de 52,2, muy por debajo de la media de largo plazo. Esta cifra todavía es ligeramente superior al umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción, e indica una moderada expansión de la actividad mundial, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1).

Las presiones inflacionistas a nivel mundial se han intensificado de nuevo en el segundo trimestre, estimuladas por las fuertes subidas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En este contexto, en el recuadro 1, que se presenta a continuación, se analizan con más detalle los factores determinantes de la reciente escalada de los precios de los alimentos. En conjunto, la inflación general medida por los precios de consumo ha seguido siendo elevada en los países de la OCDE —un 3,4% en el año transcurrido hasta abril del 2008—, manteniéndose en torno al mismo nivel que la media de los tres meses anteriores. Las presiones inflacionistas fueron incluso más intensas en las economías emergentes. En algunos países de Asia y América Latina, la inflación general medida por los precios de consumo se situó por encima del 8% en los últimos meses. Excluidos los alimentos y la energía, los precios de consumo en los países de la OCDE se elevaron un 2% en el año transcurrido hasta abril (véase gráfico 2). La evidencia de las encuestas apunta a que, en el corto plazo, se mantendrá la presión al alza sobre los precios, ya que las presiones de los costes —medidas por el índice general de precios de los bienes intermedios de la encuesta a los directores de compras— experimentó una aceleración en abril y registró un nuevo máximo récord en las encuestas.

Recuadro 1

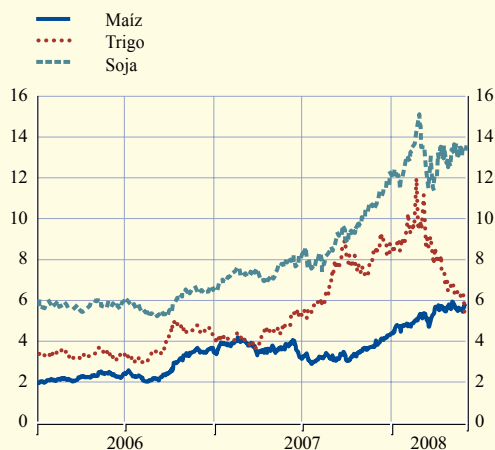
¿A QUÉ OBEDECE LA ESCALADA DE LOS PRECIOS MUNDIALES DE LOS ALIMENTOS?

La acusada alza de los precios internacionales de las materias primas, y en particular de los alimentos, ha desencadenado un debate sobre los factores determinantes de esta situación y las perspectivas de su evolución en el futuro. Desde comienzos del 2006, los precios del maíz casi se han triplicado, los de la soja se han duplicado con creces y los del trigo han aumentado más de un 80%. Si bien el incremento de los precios de los alimentos fue, en un principio, bastante generalizado, la evolución más reciente ha sido menos sincronizada: desde marzo del 2008, los precios del maíz han continuado subiendo y los precios de la soja han sido un tanto volátiles —aunque se han mantenido por debajo de los máximos— mientras que los precios del trigo han experimentado una acusada caída (véase gráfico A). Desde una perspectiva de más largo plazo se observan dos aspectos importantes. En primer lugar, la subida de los precios mundiales de los alimentos —especialmente, si se mide en términos reales— representa una corrección parcial de la caída secular registrada en los últimos decenios y, en segundo lugar, los precios reales de los alimentos todavía se sitúan muy por debajo de los niveles registrados durante la mayor parte de la década de los ochenta (véase gráfico B). A pesar de ello, los precios al por menor, a nivel nacional, han experimentado notables presiones al alza en todos los países, ya que la subida a escala mundial se ha transmitido a través de la cadena de suministro. Las tendencias inflacionistas se han visto fuertemente afectadas en las economías industrializadas, e incluso en mayor medida en las economías emergentes, en las que los precios de los alimentos tienen una ponderación más alta en la cesta de consumo y en las que su incremento ha causado problemas particularmente graves y tangibles para los hogares de bajos ingresos.

Además de la evolución de la demografía mundial, que supone un incremento gradual de la demanda de alimentos, la reciente escalada de los precios de las materias primas alimentarias parece guardar

Gráfico A Precios del maíz, del trigo y de la soja

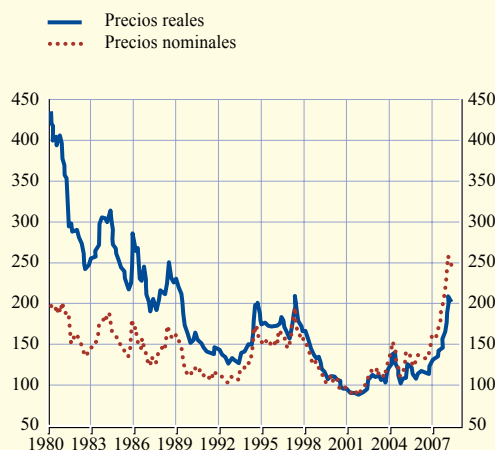
(USD por fanega)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico B Precios de los alimentos y de las bebidas tropicales

(índice: 2000=100)



Fuentes: HWWI, US BLS.

Nota: Precios reales deflactados por el IPC de Estados Unidos.

una estrecha relación con otros determinantes estructurales de la demanda, como el cambio en los hábitos de consumo de alimentos en los mercados emergentes en rápido crecimiento, resultado del acelerado aumento de los niveles de renta y de la mayor demanda para biocombustibles en las economías industrializadas. Los efectos de estos factores de demanda sobre los precios se han visto exacerbados por las dificultades para aumentar rápidamente la oferta en los segmentos del mercado que están experimentando un fuerte crecimiento de la demanda y por las perturbaciones derivadas de las desfavorables condiciones meteorológicas.

Uno de los factores estructurales más importantes por el lado de la demanda tiene su origen en los cambios de hábitos alimentarios en los mercados emergentes más dinámicos. Con el fuerte aumento de la renta, se ha producido un cambio gradual en los hábitos de consumo de alimentos en la mayoría de las economías emergentes, que han pasado de los alimentos básicos a una dieta alta en proteínas. Por ejemplo, el consumo de carne en los países no pertenecientes a la OCDE aumentó en torno a un 40% entre los años 1995 y 2006. Las fuertes repercusiones en la demanda de materias primas alimentarias obedecen, principalmente, al hecho de que la producción de carne exige una notable cantidad de pienso a base de cereales para los animales. Como, en general, se prevé que los mercados emergentes continúen su rápido proceso de convergencia con las economías industrializadas, es improbable que esta tendencia desaparezca en el corto plazo.

La producción de biocombustibles ha sido otra de las principales causas de tensiones relacionadas con la demanda en los mercados agrícolas. La producción mundial de biocombustibles ha aumentado excepcionalmente en los últimos años, debido a la demanda de fuentes alternativas de combustible y al respaldo de las políticas aplicadas por los gobiernos. El factor que más influyó en este aumento fue el acusado incremento de la producción de etanol en Estados Unidos y el correspondiente uso del maíz. Las cantidades de tierra y cultivos que ello supone no son triviales. Para Estados Unidos, el principal exportador mundial de maíz, la producción de biocombustibles en el 2006 exigió alrededor de una quinta parte de la producción total de este cereal (alrededor de 55 millones de toneladas),



aproximadamente la misma cantidad de maíz que el país exportó en 2006/2007. El aumento de la demanda de maíz también afectó al equilibrio entre la oferta y la demanda de otros cultivos sustitutos (por ejemplo, el trigo y la soja). La subida de los precios constituyó un incentivo para ampliar las plantaciones de maíz a expensas de otros cereales, lo que también contribuyó a intensificar las presiones al alza sobre sus precios. Si bien la especulación en los mercados en el contexto de una abundante liquidez internacional se ha mencionado con frecuencia como un factor adicional que, por el lado de la demanda, ha presionado al alza sobre los precios, su posible contribución a la escalada que éstos han experimentado recientemente es difícil de cuantificar.

Por el lado de la oferta, al incrementarse los precios de la energía, han subido también los costes del transporte y los fertilizantes (intensivos en energía), lo que ha elevado los costes marginales de todos los productores agrícolas y ha impulsado al alza los precios de los alimentos. La escasez de cosechas como consecuencia de las condiciones meteorológicas también ha sido un factor crucial. Australia, concretamente, ha experimentado una acusada caída de su producción de trigo en los últimos años como resultado de las graves sequías. Como las previsiones indican que la actual cosecha de trigo registrará una fuerte recuperación, los precios ya han descendido notablemente. Sin embargo, a más largo plazo, un posible aumento en el número de acontecimientos meteorológicos extremos, como consecuencia del cambio climático supone un riesgo estructural para la producción agrícola y, por consiguiente, una mayor probabilidad de alza para los precios. Finalmente, las medidas proteccionistas, encaminadas con frecuencia a frenar la exportación de materias primas, también han afectado cada vez más a los precios mundiales de los alimentos en los últimos meses.

A diferencia de otras materias primas (como el petróleo y los metales), la reacción de la oferta de alimentos a las variaciones de los precios ha sido, históricamente, más bien elástica. En principio, existe suficiente superficie potencialmente cultivable sin utilizar que podría emplearse para dar cabida a la creciente demanda mundial de cereales. No obstante, esa respuesta de la oferta se ve limitada en el corto plazo por factores institucionales. La calidad y la idoneidad de la tierra probablemente disminuirán con la expansión de la superficie cultivable. Además, la mayoría de los países que cuentan con recursos de esta naturaleza presentan carencias en materia de infraestructura y, en algunos países que tienen abundante terreno potencialmente cultivable, la inestabilidad política dificulta una producción agrícola eficiente. Por otra parte, suele haber un conflicto de objetivos entre el aumento de la producción agrícola, la conservación de las reservas naturales (selvas tropicales, agua), la urbanización del suelo y otros usos (por ejemplo, la ganadería). A más largo plazo, el aumento de la demanda de materias primas alimentarias también podría satisfacerse incrementando la productividad agrícola. Si bien el crecimiento de los rendimientos se ha reducido sustancialmente en el último decenio, los mercados emergentes todavía tienen suficiente margen de maniobra para emplear tecnologías avanzadas y aumentar los rendimientos para tratar de alcanzar los niveles de las economías industrializadas.

En general, las perspectivas con respecto a la evolución de los precios mundiales de los alimentos siguen siendo muy inciertas. Hasta qué punto la evidente intensificación de las presiones sobre la demanda se traducirá efectivamente en un nuevo incremento de los precios es algo que dependerá, esencialmente, de la respuesta de la oferta, así como de los avances en materia de investigación agrícola y del impacto del calentamiento global. Con los datos actualmente disponibles, la gama de posibilidades es, por lo tanto, muy amplia.

A nivel europeo, se han adoptado varias medidas en el marco de la Política Agrícola Común (PAC) para mitigar los efectos de las subidas de los precios de los alimentos, entre otras, una suspensión de

los derechos de importación sobre los cereales y de la obligación de asignación a usos no agrícolas de tierras de cultivo, un incremento de las cuotas de producción de leche y la venta de existencias de intervención. En el medio y largo plazo, podría fomentarse la oferta de alimentos orientando en mayor medida hacia el mercado al sector agrícola, garantizando la sostenibilidad de las políticas de biocombustibles y aumentando el crecimiento de la productividad. Además, en el contexto de la evaluación de la PAC, iniciada por la Comisión Europea, se han presentado propuestas para abolir con carácter permanente y efectos inmediatos el plan de reserva de tierras para usos no agrícolas, suprimir progresivamente las cuotas sobre la producción de leche, a más tardar para el 2015, y eliminar las intervenciones en el mercado para la mayoría de los cereales. Por último, a nivel nacional, sería deseable mejorar las estructuras de competencia en los sectores minorista y de distribución de alimentos.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado en el primer trimestre del 2008. Según las estimaciones preliminares, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 0,9% en comparación con el 0,6% del último trimestre del 2007. La mayor contribución al crecimiento del PIB procedió de la demanda exterior neta, que sumó 0,8 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento anualizada y compensó con creces una ligera contracción de la demanda interna, excluida la variación de existencias. Los componentes de la demanda interna indican un nuevo descenso de la tasa de crecimiento del gasto en consumo personal (hasta una tasa anualizada del 1%, desde el 2,3% registrado en el trimestre anterior) y una contracción de la inversión privada en capital fijo del 7,8%. La inversión residencial experimentó una caída a una tasa anualizada del 25,5% en el primer trimestre del 2008, el mayor descenso intertrimestral observado desde que se inició el ajuste del mercado de la vivienda actualmente en curso.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se ha mantenido en niveles elevados, como consecuencia de la evolución reciente de los precios de la energía y los alimentos. La inflación general se redujo ligeramente, en tasa interanual, hasta el 3,9% en abril, desde una media semestral del 4,1%. El descenso observado desde comienzos del 2008 refleja cierta moderación del aumento interanual de los precios de la energía, como resultado, en parte, de efectos de base. La tasa de inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se situó en el 2,3% en abril, 0,1 puntos porcentuales menos que en marzo.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica siga siendo moderada a lo largo del 2008. La evolución adversa del sector de la vivienda y el endurecimiento de las condiciones financieras están afectando a las perspectivas de crecimiento económico. Por lo que respecta al gasto en consumo, las perspectivas no son mejores, ya que la subida de los precios del petróleo restringe la renta real de los hogares, mientras que el descenso de los precios de la vivienda sugiere nuevos efectos negativos sobre la riqueza. No obstante, a lo largo del año, se espera que la aplicación de una política monetaria menos restrictiva y el respaldo temporal de la batería de medidas fiscales de estímulo imprima un cierto impulso a la economía. En la reunión que celebró los días 29 y 30 de abril el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, los gobernadores y los presidentes de los bancos que integran el Sistema revisaron a la baja sus proyecciones de crecimiento del PIB real en el 2008 a una tendencia central del 0,3% al 1,2% (medido en tasas de crecimiento interanuales del cuarto trimestre). Los participantes en la reunión del Comité prevén que, en general, la inflación seguirá siendo elevada en el corto plazo como consecuencia de la escalada de los precios del petróleo y de otras materias primas, y consideraron que un posible aumento de las expectativas de inflación constituiría un importante riesgo al alza para las perspectivas de inflación.

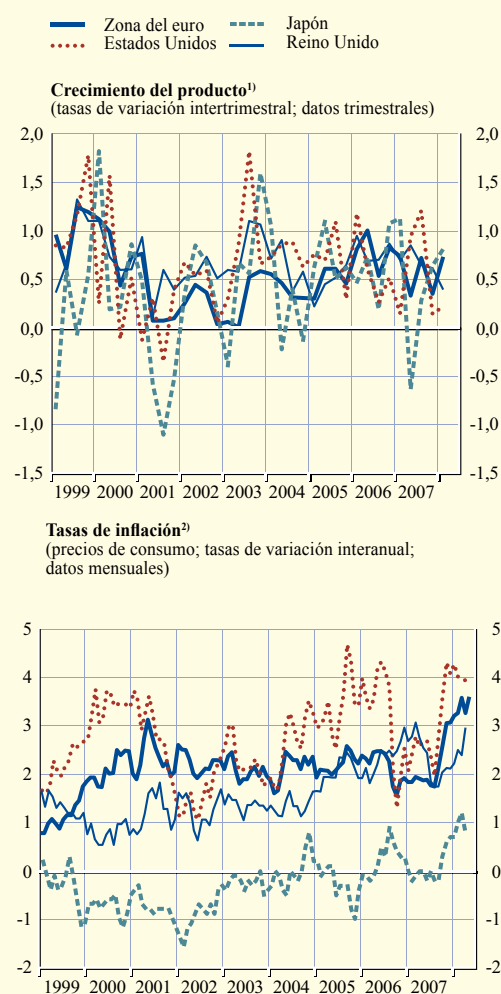
Tras haber recortado el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales en 75 puntos básicos el 18 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal volvió a reducirlo en 25 puntos básicos, hasta el 2%, el 30 de abril. Con esta medida de política, las reducciones de dicho tipo de interés realizadas desde septiembre del 2007 han sido, en total, de 3,25 puntos porcentuales. Además, la Reserva Federal anunció nuevas medidas para aumentar la liquidez en los mercados, incluido un incremento de la *Term Auction Facility* (operación de financiación a plazo en dólares), la ampliación de los activos aceptados como garantía en el marco de la *Term Securities Lending Facility* (facilidad de préstamo a plazo de valores) y aumentos en los acuerdos temporales recíprocos de divisas con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza.

JAPÓN

En su estimación más reciente, la Oficina Económica del Gobierno de Japón revisó a la baja las cifras del PIB correspondientes al cuarto trimestre del 2007 desde el 0,9% hasta el 0,6%, confirmando así la desaceleración observada a finales del pasado año. Sin embargo, de acuerdo con los primeros datos provisionales publicados, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8% en el primer trimestre del 2008. La actividad económica estuvo respaldada por una sólida expansión de las exportaciones (que aumentaron un 4,5% en tasa intertrimestral) y por el crecimiento sostenido del consumo privado, que fue del 0,8%. La inversión residencial experimentó un repunte, tras la caída registrada el año pasado como consecuencia de la revisión de la Ley de Normas de Edificación. Sin embargo, la inversión privada no residencial sufrió una contracción en el primer trimestre del 2008 (del 0,9%) y las importaciones aumentaron de forma significativa (un 2%), limitando, por lo tanto, la contribución positiva de los otros componentes del PIB.

La inflación, medida por los precios de consumo, que había repuntado a comienzos del año como consecuencia de las subidas de los precios de las materias primas importadas, se ha reducido recientemente, desde el 1,2% registrado en marzo hasta el 0,8% en abril (véase gráfico 3), tras la supresión de una tasa temporalmente más elevada para el impuesto sobre la gasolina. La tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos también se redujo hasta el 0,9% en abril desde el 1,2% de marzo. Al mismo tiempo, el IPC, excluidos los alimentos y la energía bajó un 0,1% en tasa interanual en abril.

Gráfico 3 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.

Al igual que en las reuniones anteriores celebradas este año, en la más reciente, la del 20 de mayo de 2008, 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.

De cara al futuro, las señales de debilidad en el sector industrial y la caída de la confianza, unidas al descenso del crecimiento de la inversión empresarial y a la moderación del comercio internacional sugieren que la economía japonesa podría sufrir una ralentización en los próximos trimestres.

REINO UNIDO

En el Reino Unido se ha moderado el crecimiento del PIB y ha repuntado la inflación medida por el IAPC. La tasa de crecimiento intertrimestral del producto se ha reducido gradualmente a lo largo del pasado año. En el primer trimestre del 2008, se situó en el 0,4% —muy por debajo de la media a largo plazo del 0,7%— (véase gráfico 3), pero el consumo privado registró un sólido crecimiento (un 1,3%). Este resultado parece haber tenido su origen en el dinamismo de las ventas en enero y febrero, aunque en los dos meses siguientes se produjo un descenso de las ventas al por menor, lo cual, unido al deterioro de los indicadores de confianza de los consumidores sugiere que el crecimiento del consumo de los hogares probablemente será menor en el segundo trimestre del 2008. En los últimos meses, los indicadores de actividad del mercado de la vivienda (aprobaciones de hipotecas, visitas a promociones y saldos de reservas) también experimentaron un deterioro y se situaron muy por debajo de las medias de largo plazo.

Desde comienzos del 2008, la inflación, medida por el IAPC, ha aumentado hasta situarse en el 3% en abril. El aumento fue provocado, principalmente, por la subida de los precios de la energía y los alimentos. Los precios industriales y los precios de importación también repuntaron en este período. Los precios de la vivienda han bajado en los últimos meses y, en abril, la tasa de crecimiento interanual se tornó negativa.

Desde febrero, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha recortado su principal tipo de interés oficial en dos ocasiones, por un total de 50 puntos básicos, hasta el 5%.

De cara al futuro, se prevé una nueva desaceleración del ritmo de crecimiento, dados el endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos, el menor crecimiento de la renta real, los efectos negativos sobre la riqueza derivados del descenso de los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles y el debilitamiento de la demanda exterior. Al mismo tiempo, se prevé que la inflación aumente en el corto plazo, debido a una subida de los precios de la energía y las importaciones.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

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

En Suecia, el crecimiento intertrimestral del PIB fue bastante estable en el 2007, manteniéndose justo por debajo de la media de largo plazo del 0,8%, pero, en el primer trimestre del 2008, se redujo al 0,4%. En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral ha sido volátil, tendiendo a superar la media de largo plazo del 0,5%, pero situándose justamente en el 0,3% en el último trimestre del 2007. Se prevé que en estos dos países el ritmo de crecimiento se mantenga, en general, en el corto plazo. Aunque las ventas del comercio al por menor han mejorado en ambos casos en el primer trimestre del 2008, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor han sufrido un deterioro en los últimos meses. La inflación medida por el IAPC ha aumentado notablemente en los dos países desde finales del

2007; en abril ascendió al 3,4% en Dinamarca y al 3,2% en Suecia. Se prevé que, en el corto plazo, la inflación se mantenga en estos niveles elevados. El 13 de febrero de 2008, el Sveriges Riksbank elevó el tipo de interés de las operaciones dobles en 25 puntos básicos hasta el 4,25%. Desde junio del 2007, dicho tipo se ha incrementado en un total de 100 puntos básicos. El 16 de mayo, el Danmarks Nationalbank elevó su principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 4,35%, por primera vez en un año.

En tres de las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental —la República Checa, Polonia y Rumanía— el PIB experimentó un sólido crecimiento en el 2007, que fue aún mayor en el último trimestre del año. Sin embargo, en la República Checa y Polonia, la estimación provisional del PIB para el primer trimestre apunta a una ligera pérdida de impulso del crecimiento. Por el contrario, en Hungría el crecimiento del PIB fue próximo a cero en el 2007, pero aumentó ligeramente en el primer trimestre del 2008. Los indicadores de confianza de los consumidores y de confianza industrial no revelan grandes cambios en las tendencias de crecimiento a corto plazo. La inflación, medida por el IAPC, tras aumentar de forma acusada desde el otoño del 2007, se ha reducido en cierta medida en los últimos meses en la República Checa y Polonia (situándose en el 6,7% y el 4,3% en abril) y ha seguido siendo elevada en Rumanía (un 8,7% en abril). También en Hungría se ha mantenido la elevada tasa de inflación (un 6,8% en abril). Las tendencias de la inflación han venido determinadas, principalmente, por los precios de los alimentos y la energía. Se prevé que las tasas seguirán siendo altas en el corto plazo. Desde comienzos del 2008, los bancos centrales de estos cuatro países han elevado los tipos de interés oficiales (en la República Checa en un total de 25 puntos básicos, en Hungría en 100 puntos básicos, en Polonia en 75 puntos básicos y en Rumanía en 225 puntos básicos).

En los países más pequeños de la UE no pertenecientes a la zona del euro, los patrones de crecimiento han sido desiguales en los últimos trimestres. Mientras que en Eslovaquia y Bulgaria, la actividad económica ha seguido siendo muy dinámica, la demanda interna se ha reducido de forma acusada en los países bálticos, debido a una desaceleración del crecimiento del crédito y de la renta real y a un notable descenso de los precios de la vivienda. Los indicadores de confianza sugieren que las tendencias antes mencionadas se mantendrán a corto plazo. La inflación interanual medida por el IAPC ha aumentado con fuerza desde el verano del 2007 en los países bálticos y Bulgaria, oscilando entre el 11,9% y el 17,4% en abril. El aumento refleja, principalmente, la subida de los precios de los alimentos y la energía y el alza de los precios administrados en algunos países. En Eslovaquia, el aumento ha sido menos pronunciado, aunque la inflación medida por el IAPC ascendió al 3,7% en abril.

En Rusia, el crecimiento del PIB real aumentó al 9,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2007 (desde el 7,6% observado en el trimestre anterior). La información disponible sugiere que la actividad económica también siguió siendo dinámica en el primer trimestre del 2008. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios de consumo ha mantenido una trayectoria alcista, elevándose hasta el 14,3% en tasa interanual en abril (desde el 13,3% registrado en marzo).

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica siguió siendo sólida en el primer trimestre del 2008. Aunque el crecimiento económico en las principales economías industrializadas se ha debilitado, la fuerte demanda de otras economías emergentes ha contribuido a sostener las exportaciones de la región. Los precios de consumo han vuelto a subir en la mayoría de los países, impulsados por el alza de los precios del petróleo y de otras materias primas. Aunque las medidas de la inflación que excluyen los alimentos y la energía todavía se sitúan en niveles moderados, el actual incremento generalizado de los precios de las materias primas indica que, en los próximos meses, podrían acumularse las presiones en posteriores etapas del proceso de producción.

En China, el crecimiento del PIB siguió siendo vigoroso (10,6%) en el primer trimestre del 2008, a pesar de los efectos negativos derivados de las condiciones meteorológicas en enero y febrero. El principal factor determinante del crecimiento fue la demanda interna, ya que la inversión en activos fijos continuó siendo sólida y las ventas al por menos de bienes de consumo registraron un aumento en términos reales. Las exportaciones siguieron ralentizándose en los cuatro primeros meses del año, especialmente las destinadas a Estados Unidos, pero también las dirigidas a la zona del euro y Japón. Dado que las importaciones crecieron significativamente, el superávit comercial acumulado en el año transcurrido hasta el final de abril fue de 58 mm de dólares estadounidenses, una caída del 8% en comparación con el mismo período del año anterior. La inflación, medida por el IPC, se mantuvo en el 8,5% en abril, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de la carne, mientras que, excluidos los alimentos, la tasa fue del 1,8%. Sin embargo, al mismo tiempo, el incremento generalizado de los precios industriales indica que las presiones inflacionistas se están intensificando. En mayo, el Banco Central de la República Popular China elevó, una vez más, el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 16,5%.

En Corea del Sur, el PIB real creció a una tasa interanual del 5,7% en el primer trimestre del 2008, la misma que en el trimestre anterior. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó ligeramente hasta el 4,1% en abril, debido al elevado nivel de los precios internacionales de los alimentos y de otras materias primas. En India, la actividad económica experimentó una ligera desaceleración, con una tasa de crecimiento de la producción industrial del 5,8%, en promedio, en los tres primeros meses del 2008. La inflación, medida por los precios al por mayor —el principal indicador de inflación del Banco de Reserva de India— ascendió al 7,4% a finales de marzo.

En conjunto, el debilitamiento de la demanda exterior probablemente moderará el crecimiento en las economías emergentes de Asia en los próximos meses. No obstante, las perspectivas de crecimiento siguen siendo relativamente favorables, debido sobre todo al dinamismo de la demanda interna, especialmente en las economías más grandes de la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, se ha mantenido el dinamismo de la actividad económica en el primer trimestre del 2008, aunque ya se observan señales de moderación en algunas economías. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas. Por ejemplo, en México el PIB real creció a una tasa del 2,6% en comparación con un año antes, tras registrar un incremento del 4,2% en el cuarto trimestre del 2007. Desde una perspectiva interanual, el principal factor determinante del crecimiento en México en el primer trimestre fue la producción de servicios, seguida de la producción industrial. Sin embargo, descendió la producción en el sector primario. En Argentina, la actividad económica experimentó una ligera desaceleración en el primer trimestre del 2008 y la producción industrial creció a una tasa media interanual del 6,7%, frente al 9,8% registrado en el cuarto trimestre del 2007. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en promedio en el 8,5% en el primer trimestre del 2008, sin variación con respecto al último trimestre del 2007. En Brasil, los datos disponibles, por ejemplo, sobre las ventas del comercio al por menor sugieren que la demanda interna siguió siendo vigorosa en el primer trimestre aunque, al mismo tiempo, el crecimiento de la producción industrial se redujo, en promedio, hasta el 6,5% desde el 7,8% registrado en el cuarto trimestre del 2007.

En general, se prevé una cierta moderación del crecimiento del producto en la región, como consecuencia de las políticas monetarias más restrictivas y del debilitamiento de la demanda exterior. No obstante, las perspectivas de América Latina siguen siendo favorables gracias a los efectos positivos de los elevados precios de las materias primas y la solidez de la demanda interna en la relación real de intercambio de la mayoría de las economías.

I. 2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

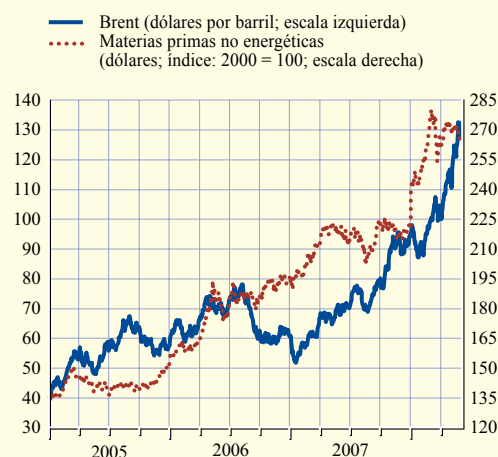
En abril y mayo, los precios del petróleo continuaron su escalada hasta niveles sin precedentes, alcanzando un máximo de 132,73 dólares estadounidenses el 23 de mayo. En las últimas semanas, las presiones se han atenuado un poco, pero los precios siguen siendo elevados: el 4 de junio de 2008 se situaban en 126,51 dólares (véase gráfico 4). Actualmente, los precios están en torno a un 34% por encima del nivel registrado a principios del año (en euros, el incremento es de alrededor del 28%).

Por el lado de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado notablemente a la baja sus previsiones respecto a la demanda mundial, aunque en las economías en desarrollo, la demanda está creciendo de forma vigorosa, respaldada en parte por el sólido crecimiento de las importaciones chinas de productos refinados. Por el lado de la oferta, la OPEP mantiene que las existencias mundiales totales son suficientes; no se prevé que vaya a celebrarse ninguna reunión extraordinaria antes de la programada para septiembre. Además, el crecimiento de la producción en los países no pertenecientes a la OPEP se ha ido estancando y es improbable que aumente la oferta en el corto plazo. Las huelgas y la persistencia de las tensiones geopolíticas están ejerciendo presiones adicionales al alza sobre los precios del petróleo. De cara al futuro, es probable que los precios del crudo sigan siendo elevados en términos históricos en el corto a medio plazo y muy sensibles a las pequeñas variaciones de los márgenes de oferta y demanda, así como a la evolución del entorno geopolítico. Los participantes en los mercados prevén que los precios se sitúen en torno a los 124 dólares estadounidenses para diciembre del 2009, pero los niveles de incertidumbre continúan siendo muy altos.

Los precios de las materias primas no energéticas alcanzaron un máximo en marzo y, posteriormente, se estabilizaron en un nivel ligeramente inferior en abril y mayo. Los precios de los metales no ferrosos, tras el descenso registrado en los últimos meses, han experimentado cierta volatilidad recientemente, debido al posible impacto de los trabajos de reconstrucción después del terremoto en China. No obstante, como resultado de la subida de los precios del petróleo, también se están incrementando los precios de los fletes, que se han elevado en casi un 50% desde finales de febrero, lo que está ejerciendo presiones adicionales al alza sobre los precios de las materias primas, especialmente en el caso de los metales, cuyos costes de transporte son particularmente significativos.

Por lo que respecta a los precios de los alimentos, el descenso de la tasa de crecimiento que se inició a mediados de marzo ha tenido su origen, principalmente, en una caída de los precios del trigo, basada en las expectativas de un aumento de la producción mundial. Por otra parte, los precios del maíz han seguido experimentando un aumento sostenido, también como resultado del incremento de la producción de etanol en Estados Unidos. También han subido los precios del arroz, como consecuencia de las restricciones a las exportaciones impuestas en varios países. Además, los precios de los fertilizantes han registrado una acusada alza, que ha dejado sentir sus efectos sobre los precios de los alimentos, en concreto sobre el maíz, cuya producción requiere el uso intensivo de estos productos. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

situaba, hacia finales de mayo, aproximadamente un 22% por encima del nivel observado un año antes. En el recuadro 1 se presenta un resumen de algunos de los factores determinantes del elevado nivel que registran actualmente los precios mundiales de los alimentos.

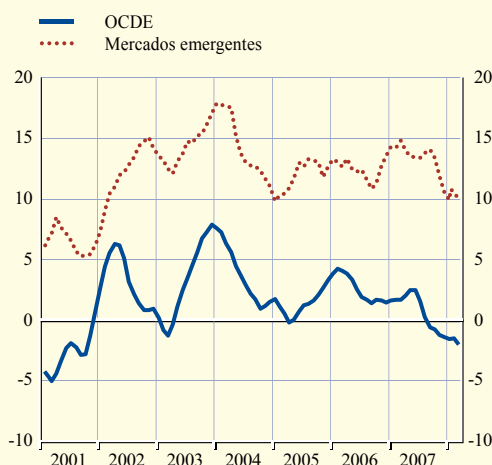
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Pese al relativo dinamismo del comercio exterior, la desaceleración del crecimiento a escala mundial significa que las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro se han deteriorado ligeramente en comparación con el 2007. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a marzo sugiere que la actividad económica en los países miembros de esta organización podría seguir desacelerándose (véase gráfico 5). En lo que se refiere a las principales economías no pertenecientes a la OCDE, el indicador apunta a una cierta moderación de la actividad económica en China, India y Brasil, mientras que, en el caso de la economía rusa, las perspectivas siguen siendo más bien favorables. Estas proyecciones son, en general, coherentes con la evidencia de la encuesta sobre la coyuntura económica mundial, realizada por el Ifo (*Ifo World Economic Climate survey*), que presenta una situación económica actual menos favorable que hace tres meses y prevé un nuevo deterioro de las perspectivas en los próximos seis meses. Si bien, será más moderado, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga dando muestras de resistencia, respaldado, en particular, por el sólido crecimiento que continuarán registrando las economías emergentes.

La incertidumbre que rodea a estas perspectivas de crecimiento de la economía mundial sigue siendo grande y prevalecen los riesgos a la baja. En particular, los riesgos están relacionados con la posibilidad de que las turbulencias en los mercados financieros tengan un impacto más negativo de lo previsto anteriormente en la economía real. Además, existen riesgos a la baja asociados a nuevas subidas imprevistas de los precios de la energía y los alimentos, así como a la preocupación por la aparición de presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 5 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, India, Rusia y China.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa subyacente de expansión monetaria registrada en los tres últimos años mantuvo su fortaleza en el primer trimestre del 2008. En los últimos trimestres se han observado algunas señales de estabilización, que indican que las anteriores subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han afectado al crecimiento monetario subyacente. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 10,6% en abril y siguió generando una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. Como consecuencia de la actual estructura temporal de los tipos de interés, la remuneración de los activos monetarios —especialmente de los depósitos a plazo hasta dos años— resulta atractiva en comparación con activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3. Hasta el momento, parece que las tasas de crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios reflejan la evolución de la actividad económica y de los tipos de interés, y que las turbulencias de los mercados financieros han afectado sólo a determinados componentes y contrapartidas de M3. En general, el intenso y continuo ritmo de crecimiento del dinero y del crédito, en un entorno de liquidez monetaria ya abundante, apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 mantuvo su vigor en el primer trimestre del 2008, a pesar de que experimentó un leve descenso que la situó en el 11,2%, frente al máximo del 12% observado en el cuarto trimestre del 2007 (véase gráfico 6). En abril del 2008, esta tasa fue del 10,6%, algo inferior a la registrada en el primer trimestre del 2008, pero ligeramente por encima de la observada el mes anterior, que fue del 10,1%. El patrón de crecimiento interanual de M3 en los meses de marzo y abril estuvo influido, en gran medida, por efectos de base.

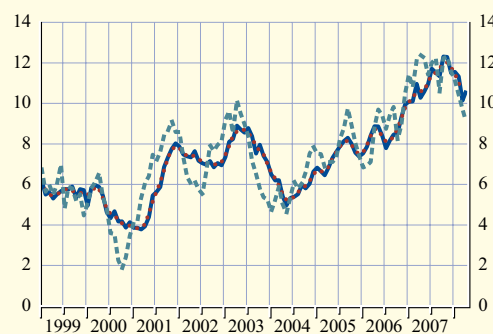
La fuerte tasa de crecimiento de M3 continúa generando una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, dado que, como consecuencia de la actual estructura temporal de los tipos de interés, la remuneración de los activos monetarios resulta más atractiva que la de los activos no monetarios no incluidos en M3, habida cuenta de los distintos perfiles de riesgo y de liquidez de estos instrumentos. Al mismo tiempo, los diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los diferentes tipos de depósito también han estado favoreciendo los desplazamientos de activos dentro de M3, con una reducción adicional de la tasa de crecimiento interanual de M1 y un nuevo aumento de la de los depósitos a plazo hasta dos años. Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, la tendencia a la baja observada desde principios del 2006 en la tasa de crecimiento interanual de M1 demuestra que las subidas graduales que han experimentado los tipos de interés oficiales del BCE desde el 2005 han incidido en la dinámica monetaria (véase gráfico 7). Sin embargo, el crecimiento intenso y continuo de los préstamos al sector privado no financiero sustenta la tesis de que la expansión monetaria subyacente mantiene su vigor.

Pese a las actuales turbulencias financieras, el flujo de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares se ha mantenido en consonancia con regularidades anteriores, lo cual indica

Gráfico 6 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.

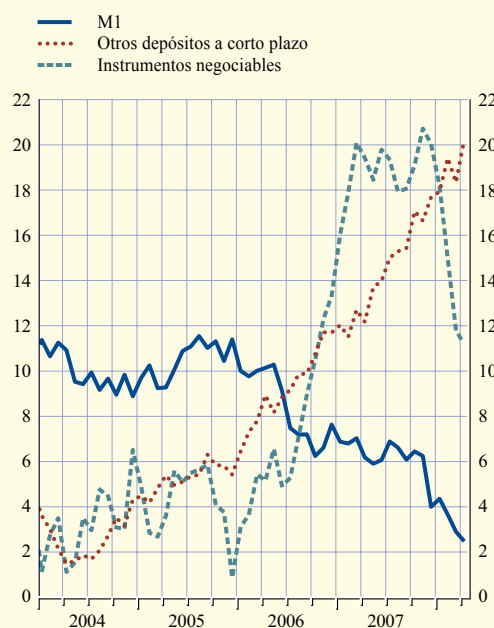
que las turbulencias no han afectado significativamente, al menos por el momento, a la oferta de préstamos bancarios al sector privado. De forma más general, aunque las turbulencias financieras han afectado directamente a determinados componentes y contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionados con la naturaleza de las turbulencias —especialmente, el crédito a otros intermediarios financieros (OIF)—, las tasas de crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios parecen reflejar cambios en sus factores determinantes tradicionales.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 continuó reduciéndose en el primer trimestre del 2008 y se situó en el 3,8%, frente al 5,9% del cuarto trimestre del 2007. En abril, esta tasa siguió debilitándose hasta colocarse en el 2,5% (véase cuadro 1), un nivel no observado desde principios del 2001. La tendencia a la baja de la tasa de crecimiento de M1 obedece, principalmente, al aumento del coste de oportunidad asociado a la tenencia de efectivo y de depósitos a la vista poco remunerados, en un entorno en el que los tipos de interés a corto plazo han ido subiendo desde diciembre del 2005. El efecto de este mayor coste de oportunidad queda compensado, en parte, por la demanda por motivos de transacción asociada a la actual fortaleza del crecimiento económico, pero este efecto compensatorio ha

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Mar	2008 Abr
M1	42,9	6,2	6,5	5,9	3,8	2,9	2,5
Efectivo en circulación	7,2	10,0	8,9	8,0	7,8	7,7	8,0
Depósitos a la vista	35,7	5,5	6,1	5,5	3,1	2,0	1,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,2	13,1	15,0	16,8	18,5	18,3	20,2
Depósitos a plazo hasta dos años	25,0	33,1	37,6	40,6	41,7	39,6	42,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,2	-2,2	-3,2	-3,9	-3,3	-2,5	-2,2
M2	85,1	9,2	10,3	10,7	10,4	9,9	10,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	19,3	18,7	19,6	16,3	11,8	11,2
M3	100,0	10,6	11,5	12,0	11,2	10,1	10,6
Crédito a residentes en la zona del euro		8,1	8,7	9,3	9,9	9,7	9,7
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,2	-4,0	-4,1	-2,6	-1,9	-0,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,2	-0,8	-1,8	-0,9	-0,3	0,8
Crédito al sector privado		11,0	11,7	12,2	12,6	12,2	11,8
Préstamos al sector privado		10,5	11,0	11,2	11,0	10,8	10,6
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,3	10,3	8,5	6,9	5,1	4,7

Fuente: BCE.

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

disminuido recientemente, dado que la actividad del mercado de la vivienda y del sector de la construcción —que por lo general requieren un uso intensivo de efectivo— ha experimentado una moderación.

La desaceleración observada en M1 en los últimos meses refleja, principalmente, la evolución de los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 1,4% en abril del 2008, desde el 3,1% registrado en el primer trimestre del año y el 5,5% del último trimestre del 2007.

En marcado contraste con los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo continuó aumentando, situándose en el 20,2% en abril del 2008, frente al 18,5% del primer trimestre del año y el 16,8% del cuarto trimestre del 2007. El actual dinamismo de otros depósitos a corto plazo es reflejo de la contribución de los depósitos a corto plazo hasta dos años, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 41,7% en el primer trimestre del 2008, la tasa intertrimestral más alta desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguieron descendiendo, pero a un ritmo más lento, contribuyendo así también a potenciar el crecimiento de otros depósitos a corto plazo.

La especial intensidad de la dinámica de los depósitos a plazo hasta dos años es consecuencia, en gran medida, de la actual estructura temporal de los tipos de interés. Las tensiones experimentadas en el mercado monetario desde que comenzaron las turbulencias de los mercados financieros en agosto del 2007 han creado una «joroba» en la curva de rendimientos de la zona del euro en torno al vencimiento a tres meses. La remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años ha seguido relativamente de cerca los aumentos de los tipos del mercado monetario en los plazos correspondientes, ya que las entidades de crédito posiblemente consideraron que dichos depósitos eran una fuente de financiación especialmente atractiva en el entorno de mercado actual. Dado que las subidas de los tipos de interés de los depósitos a la vista y de ahorro han sido bastante más moderadas, el diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años y la de otros depósitos se ha incrementado, lo cual ha estimulado los desplazamientos desde los depósitos de ahorro y a la vista hacia los depósitos a plazo hasta dos años (véase también el recuadro 2). Al mismo tiempo, el hecho de que la curva de rendimientos continúe siendo relativamente plana sugiere que los depósitos a plazo hasta dos años también resultan atractivos en comparación con activos a más largo plazo no incluidos en M3, puesto que ofrecen mayor liquidez y menor riesgo a un coste reducido en términos de rentabilidad, circunstancia que está favoreciendo también los desplazamientos desde activos a más largo plazo hacia este instrumento.

Recuadro 2

RECIENTES DESPLAZAMIENTOS ENTRE DISTINTAS CATEGORÍAS DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES

Las subidas que han registrado los tipos de interés oficiales del BCE desde finales del 2005 se han traducido tanto en un aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, puesto que los tipos de interés de mercado a corto plazo han aumentado de forma más acusada que los tipos a largo plazo, como en una ampliación de los diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los distintos tipos de depósitos a corto plazo (véase gráfico A). Esta trayectoria de los tipos de interés ha afectado a la evolución monetaria de varias maneras. Por una parte, ha provocado que las carteras se desplacen, al menos transitoriamente, desde activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3 hacia instrumentos de M3, impulsando así el crecimiento de este agregado monetario amplio, como mínimo a corto plazo. Por otra parte, también ha generado desplazamientos de activos dentro de M3, desde depósitos a la vista relativamente poco remunerados hacia «otros depósitos a corto plazo» (es decir, M2-

M1), lo que ha dado origen a una tendencia a la baja en la tasa de crecimiento de M1.

En este recuadro se examinan estos desplazamientos entre las distintas categorías de activos financieros, relacionándolos con la evolución de los tipos de interés. El análisis se centra en los hogares, puesto que este sector representa la mayor parte de los depósitos de M3 (es decir, depósitos a corto plazo y cesiones temporales) y que el comportamiento de las carteras descrito anteriormente es especialmente relevante en el caso de los hogares.

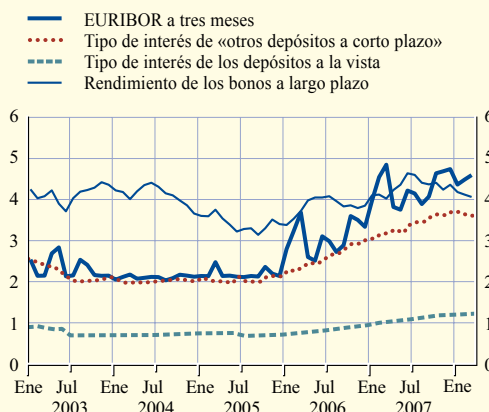
Desplazamientos de flujos desde activos a más largo plazo no incluidos en M3 hacia activos incluidos en M3

La evolución que han experimentado los tipos de interés de mercado desde finales del 2005 ha hecho que se estreche el diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo y el tipo de interés de «otros depósitos a corto plazo»¹, generando un

1 El rendimiento de los bonos a largo plazo es el rendimiento de los bonos a diez años o de los bonos con vencimiento más próximo a este plazo. Los tipos de interés de «otros depósitos a corto plazo» se calculan como la media de los tipos de interés de: a) los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses; b) los depósitos a plazo hasta un año; y c) los depósitos a plazo entre uno y dos años.

Gráfico A Tipos de interés de mercado de la zona del euro y tipos de los depósitos a corto plazo de los hogares

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

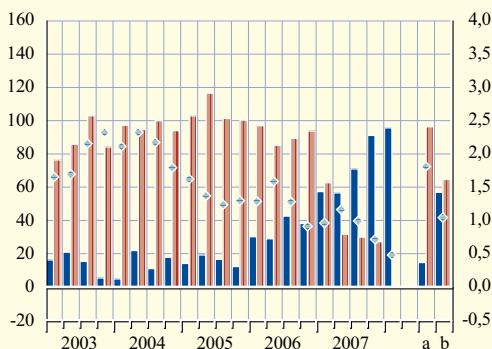
Nota: En la nota 1 a pie de página se presenta una definición de tipos de interés de «otros depósitos a corto plazo» y de rendimientos de los bonos a largo plazo.

Cuadro B Flujos de los activos financieros de los hogares en la zona del euro

(flujos en mm de euros y diferenciales de tipos de interés en puntos porcentuales; datos trimestrales desestacionalizados)

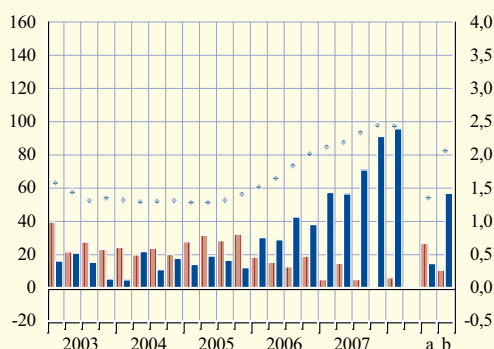
Activos a más largo plazo

- «Otros depósitos a corto plazo» y cesiones temporales (escala izquierda)
- Activos financieros a más largo plazo (escala izquierda)
- ◆ Diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo y el tipo de interés de «otros depósitos a corto plazo» (escala derecha)



Depósitos a corto plazo

- «Otros depósitos a corto plazo» y cesiones temporales (escala izquierda)
- Depósitos a la vista (escala izquierda)
- ◆ Diferencial entre los tipos de interés de «otros depósitos a corto plazo» y los depósitos a la vista (escala derecha)



Fuente: BCE.

Notas: Sólo se dispone de los datos de los activos financieros a más largo plazo, que se obtienen de las cuentas integradas de la zona del euro, hasta el cuarto trimestre del 2007. Los datos que figuran como «a» y «b» son medias correspondientes a los periodos 2003-2005 y 2006-2008, respectivamente.

relativo aplanamiento de la curva de rendimientos. Como se muestra en el gráfico B, este diferencial se ha reducido a más de la mitad, situándose en torno a 0,5 puntos porcentuales al inicio del 2008.

El hecho de que la curva de rendimientos sea relativamente plana implica que los depósitos a corto plazo (por ejemplo, los depósitos a plazo hasta un año) ofrecen una tasa de remuneración similar a la de los activos a más largo plazo. Dado que estos últimos son menos líquidos y su tenencia suele entrañar un riesgo algo mayor, el aplanamiento de la curva suele, en general, aumentar el atractivo relativo que supone desplazar los fondos hacia activos monetarios (más que hacia activos no monetarios).

Esta evolución de los tipos de interés ha originado disminuciones continuas de las entradas en activos financieros a más largo plazo, especialmente en el 2007, y, al mismo tiempo, en entradas sostenidas y crecientes en depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista². Los flujos de entrada medios trimestrales en «otros depósitos a corto plazo» (incluidas las cesiones temporales) han aumentado desde 15 mm de euros, aproximadamente, entre el 2003 y el 2005, hasta alrededor de 50 mm de euros a partir del 2006, mientras que los flujos de entrada medios trimestrales en activos financieros a más largo plazo han caído desde 100 mm de euros, aproximadamente, entre el 2003 y el 2005, a menos de 70 mm a partir del 2006.

Desplazamientos de flujos desde depósitos a la vista hacia otros depósitos de M3

La evolución que han experimentado los tipos de interés de mercado desde el 2005 también ha originado aumentos significativos del diferencial entre los tipos de «otros depósitos a corto plazo» y los tipos de los depósitos a la vista, el cual se incrementó desde una media de 1,5 puntos porcentuales, aproximadamente, entre el 2003 y el 2005, hasta alrededor de 2,5 puntos porcentuales en el primer trimestre del 2008.

Esta evolución ha aumentado tanto el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista relativamente poco remunerados como el incentivo para desplazar los fondos hacia «otros depósitos a corto plazo» y cesiones temporales mejor remunerados —pero aún así líquidos—. De hecho, los flujos hacia los depósitos a la vista han registrado descensos continuos desde el 2006, y los flujos medios trimestrales han caído desde más de 25 mm de euros entre el 2003 y el 2005 hasta niveles situados significativamente por debajo de 10 mm de euros en el 2007 y a principios del 2008 (véase gráfico B), lo cual ha supuesto un reajuste de las carteras, con desplazamientos desde activos de M1 hacia otros instrumentos incluidos en M3.

En conjunto, parece que la evolución reciente de M3 y de sus componentes ha estado influida significativamente por la evolución de los tipos de interés a raíz de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE y de las turbulencias observadas en los mercados monetarios. En concreto, esta evolución de los tipos ha provocado que las carteras de los hogares se desplacen desde activos no incluidos en M3 hacia instrumentos de M3, así como desplazamientos de cartera dentro de este agregado monetario amplio. Ambos tipos de desplazamientos han beneficiado a «otros depósitos a corto plazo» y cesiones temporales, que se han fortalecido de forma continua y registraron una tasa de crecimiento interanual ligeramente por encima del 20% en abril del 2008.

2 Los activos financieros a más largo plazo se calculan restando los activos monetarios del total de activos financieros, que se obtiene a su vez de las cuentas integradas de la zona del euro. Dentro de estos activos financieros se incluyen las acciones y otras participaciones, lo que implica que el indicador correspondiente de tipos de interés debería incluir las rentabilidades esperadas de las acciones, además de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, el mismo ejercicio excluyendo las acciones y otras participaciones arroja un resultado similar, es decir, un descenso notable de las entradas en activos financieros a más largo plazo durante el 2007, año en el que dichas entradas registraron los niveles más bajos observados durante el período considerado en este recuadro.

Aunque la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables sigue siendo alta en términos históricos, en el primer trimestre del 2008 disminuyó hasta el 16,3%, desde el 19,6% del último trimestre del 2007, y en abril del 2008 experimentó una nueva moderación, situándose en el 11,2%. Esta evolución oculta el incremento adicional observado en la tasa de crecimiento de las cesiones temporales, que ascendió hasta el 16,5% en el primer trimestre del 2008, frente al 14,6% del trimestre anterior.

En cuanto a los demás componentes, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron entradas significativas (por valor aproximado de 31 mm de euros) en el primer trimestre del 2008. Sin embargo, debido a un efecto de base, este resultado no se refleja en la dinámica de la tasa de crecimiento, que descendió hasta el 10,2%, desde el 10,6% del cuarto trimestre del 2007. El hecho de

que hayan vuelto a producirse importantes entradas en participaciones en fondos del mercado monetario en el último trimestre del 2007 y en el primer trimestre del 2008 indica una confianza renovada en estos instrumentos. Sin embargo, las salidas observadas en marzo y abril del 2008, aunque fueron escasas, redujeron la tasa de crecimiento interanual de este componente al 6,6% en el mes de abril.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años registró un notable descenso, cayendo hasta el 15,7% en abril del 2008, frente al 33,4% del primer trimestre del año y el 55,2% del cuarto trimestre del 2007. En cierta medida, la desaceleración que se ha producido en las compras de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM por parte del sector tenedor de dinero refleja la capacidad de las entidades de crédito para obtener financiación a través de depósitos a plazo hasta dos años, en un entorno en el que la simplicidad y la transparencia de los instrumentos de inversión llevan asociada una prima.

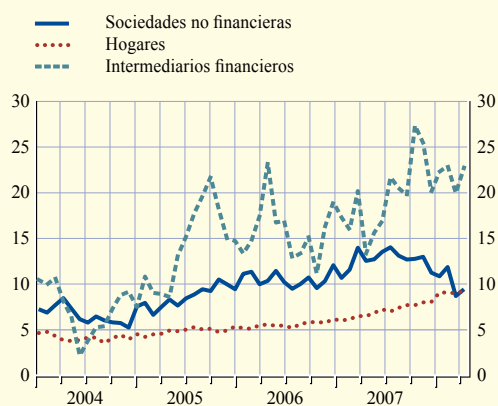
En cuanto al detalle del crecimiento monetario por sectores, que se basa en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales («depósitos de M3»), la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 se situó en el 11,4% en abril del 2008, prácticamente sin variación con respecto al primer trimestre del año y al cuarto trimestre del 2007. La intensa tasa de crecimiento de estos depósitos obedeció, principalmente, a la contribución de los hogares, cuyos depósitos de M3 crecieron a una tasa interanual del 9,3% en abril del 2008, frente al 8,9% del primer trimestre del 2008 y al 7,9% del último trimestre del 2007 (véase gráfico 8). Al mismo tiempo, los depósitos de M3 de los intermediarios financieros mantuvieron su elevado dinamismo y registraron una tasa de crecimiento interanual del 22,8% en abril, frente al 21,7% del primer trimestre del 2008 y al 24,2% del trimestre anterior. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras ha mostrado una tendencia paulatina a la baja desde mediados del 2007 y disminuyó nuevamente en el primer trimestre del 2008, hasta situarse en el 10,9%, frente al 12,6% del último trimestre del 2007.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento del crédito total de las IFM a residentes en la zona del euro aumentó hasta el 9,9% en el primer trimestre del 2008, desde el 9,3% del cuarto trimestre

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



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

tre del 2007 y el 8,7% del tercer trimestre (véase cuadro 1). Dentro del crédito total de las IFM, tantos los préstamos a las Administraciones Públicas como las tenencias de valores de deuda pública por parte de estas entidades continuaron disminuyendo en términos interanuales, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, en consonancia con el patrón general observado desde marzo del 2006.

El crédito de las IFM al sector privado continuó creciendo con intensidad en el primer trimestre del 2008, registrando una tasa de crecimiento interanual del 12,6%, frente al 12,2% del cuarto trimestre del 2007 y al 11,7% del tercer trimestre del mismo año. Este sólido crecimiento total estuvo determinado principalmente por dos factores. En primer lugar, el crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras siguió fortaleciéndose, compensando la moderación del crecimiento de los préstamos a hogares (véanse secciones 2.6 y 2.7 para más detalles). En segundo lugar, la tasa de crecimiento interanual del crédito a otros intermediarios financieros fue vigorosa, situándose en el 33,7% a finales de marzo, como consecuencia directa, en gran medida, de las turbulencias financieras, ya que esta tasa de crecimiento refleja, en parte, la financiación suministrada por las IFM a entidades especiales de financiación asociadas que han experimentado problemas para renovar el papel comercial. También refleja las voluminosas compras de valores emitidos por OIF que han realizado las IFM, compras que se derivan de los actuales programas de titulización real o fuera de balance, que dan lugar a que se den de baja préstamos de los balances de las IFM. A principios del 2008, el volumen de estos préstamos dados de baja del balance se acercaba al máximo histórico registrado a principios del 2007. Sin embargo, la naturaleza de estas operaciones ha cambiado, dado que con anterioridad a las turbulencias de los mercados financieros, estos préstamos titulizados se vendían en el mercado, mientras que en los últimos meses han sido las propias IFM las que han comprado los valores de OIF asociadas. Finalmente, la fortaleza de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a OIF también tiene su origen, entre otras causas, en los préstamos relacionados con la adquisición de una importante IFM, en la demanda de mayores reservas de liquidez por parte de los fondos de inversión y en la mayor preferencia de las IFM, desde el comienzo de las turbulencias de los mercados financieros, por los préstamos interbancarios garantizados contratados a través de plataformas electrónicas.

Las operaciones de titulización actuales aportan escasa evidencia de que se haya producido un crecimiento significativamente mayor de los préstamos al sector privado no financiero (que incluye hogares y sociedades no financieras, pero excluye otras instituciones financieras, fondos de pensiones y empresas de seguros) como consecuencia de la reintermediación de préstamos previamente titulizados. En cualquier caso, esta evolución sería mucho menos probable en la zona del euro que en otras áreas monetarias, dado que las IFM de una serie de países aplican las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) también para la presentación de información estadística. Estas normas restringen de forma estricta el volumen de préstamos que pueden darse de baja de sus balances como consecuencia de las titulaciones (véase también el recuadro titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», en el Boletín Mensual de marzo del 2008). Esto limita la medida en la que dicha reintermediación puede influir en los datos sobre préstamos al sector privado no financiero.

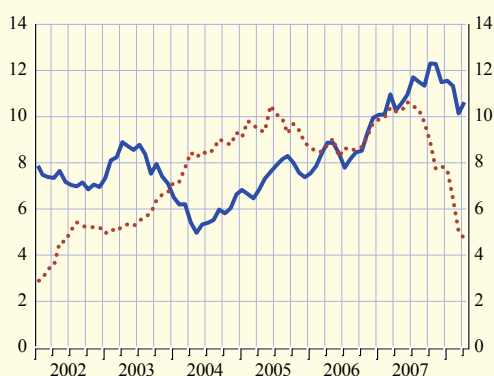
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se ha reducido considerablemente en los últimos trimestres (véase gráfico 9), siendo reflejo de la desaceleración registrada en todos los componentes. En concreto, la caída de la tasa de crecimiento de los depósitos a más largo plazo refleja el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos, que ha impulsado a los inversores del sector privado no financiero a disponer de sus depósitos a largo plazo y sustituirlos por depósitos a más corto plazo.

En cuanto a las contrapartidas exteriores de M3, en los últimos meses se han registrado significativas salidas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM, ascendiendo

Gráfico 9 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)

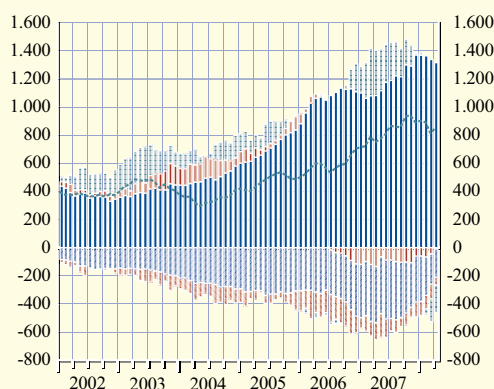


Fuente: BCE.

Gráfico 10 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.

dichas salidas a 192 mm de euros en abril del 2008 (véase gráfico 10), cifra que no se había observado desde mayo del 2000. Gran parte de estas salidas considerables se debe, probablemente, a la venta de activos de la zona del euro por parte de no residentes en la zona.

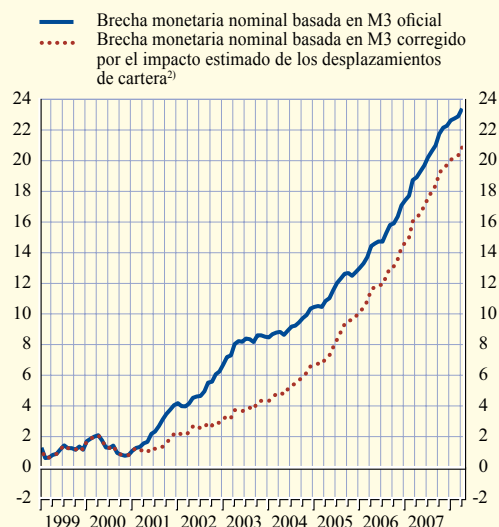
En general, los datos monetarios y del crédito hasta abril del 2008 confirman que se ha mantenido el dinamismo de la evolución monetaria de la zona del euro. Incluso teniendo en cuenta el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos y la posible influencia de las turbulencias de los mercados financieros, la tasa subyacente de crecimiento monetario y crediticio ha conservado su vigor, aunque ha mostrado una ligera estabilización en los últimos trimestres. Hasta el momento, el análisis monetario indica que el crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero refleja, en gran medida, la evolución de la actividad económica y de los tipos de interés, sin que haya indicios de que las turbulencias financieras hayan tenido un impacto directo adicional. De cara al futuro, existen varios factores, como las regularidades históricas, los aumentos observados en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos desde finales del 2005 y el endurecimiento de los criterios de concesión del crédito señalado en la encuesta sobre préstamos bancarios, que apuntan a una cierta moderación del crecimiento de los préstamos en el futuro, especialmente de los préstamos a las sociedades no financieras.

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

La evolución de las brechas monetarias nominal y real indica que la rápida acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro continuó en el primer trimestre del 2008 (véanse gráficos 11 y 12). En relación con la brecha monetaria nominal, el fuerte crecimiento actual de M3 nominal ha generado aumentos adicionales tanto de la brecha monetaria 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 que las desviaciones positivas de la inflación con respecto a la definición de estabi-

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



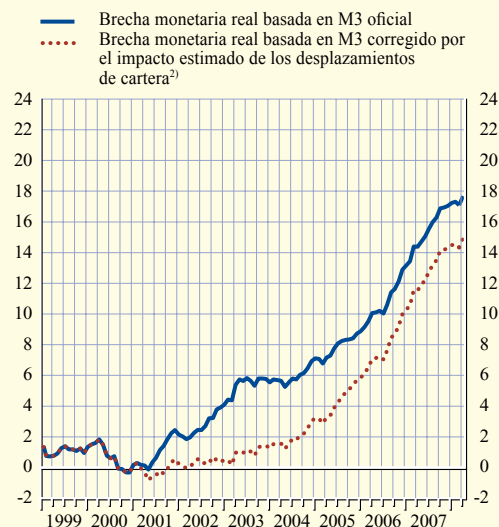
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 12 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.

lidad de precios del BCE se traducen en una subida de los precios, que absorben parte de la liquidez acumulada.

Es necesaria cierta cautela a la hora de interpretar estas medidas de la brecha monetaria, dado que se obtienen de forma mecánica y sólo proporcionan estimaciones imperfectas de la situación de liquidez. La amplia gama de estimaciones derivadas de las cuatro medidas citadas anteriormente ilustra este punto. No obstante, incluso teniendo en cuenta el aplanamiento relativo de la curva de rendimientos, la conclusión general que se deriva del examen de estas medidas —especialmente del amplio análisis monetario orientado hacia la identificación del crecimiento subyacente de M3— es que se mantiene la situación de abundancia de liquidez de la zona del euro. Un intenso crecimiento monetario y crediticio en un contexto de liquidez ya holgada entraña riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el cuarto trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se redujo ligeramente. Esta desaceleración fue generalizada en los sectores de hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas. Las entradas interanuales en los fondos de inversión disminuyeron significativamente en el citado trimestre y la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones experimentó una leve moderación.

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 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
Inversión financiera	100	4,6	5,1	4,9	4,8	4,6	4,7	4,8	5,0	4,8	4,3
Efectivo y depósitos	22	5,6	6,5	6,5	6,4	7,0	7,0	7,3	7,9	7,2	6,3
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	0,2	-0,7	1,1	2,1	3,7	5,8	4,4	3,4	3,2	3,1
<i>De los cuales: A corto plazo</i>	1	-3,7	-11,2	6,0	4,2	7,7	17,9	14,9	16,9	29,5	36,5
<i>De los cuales: A largo plazo</i>	5	0,7	0,3	0,7	1,9	3,3	4,8	3,4	2,1	0,6	0,2
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	34	3,5	3,4	2,4	2,8	2,0	1,9	2,2	2,4	2,9	3,2
<i>De las cuales: Acciones cotizadas</i>	10	-1,4	0,8	-0,9	0,4	1,0	0,0	0,9	1,3	1,3	2,4
<i>De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	24	5,4	4,4	3,7	3,7	2,4	2,7	2,8	2,9	3,6	3,6
Participaciones en fondos de inversión	6	3,7	4,4	3,2	2,0	0,1	-0,7	-0,5	-0,4	-2,7	-4,6
Reservas técnicas de seguro	15	7,4	7,7	7,7	7,4	7,2	6,6	6,2	6,1	5,7	5,3
Otros ²⁾	17	4,7	6,4	6,6	6,1	6,2	7,0	7,7	7,8	8,0	6,6
M3 ³⁾		8,3	7,4	8,4	8,4	8,5	10,0	11,0	11,0	11,4	11,5

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.

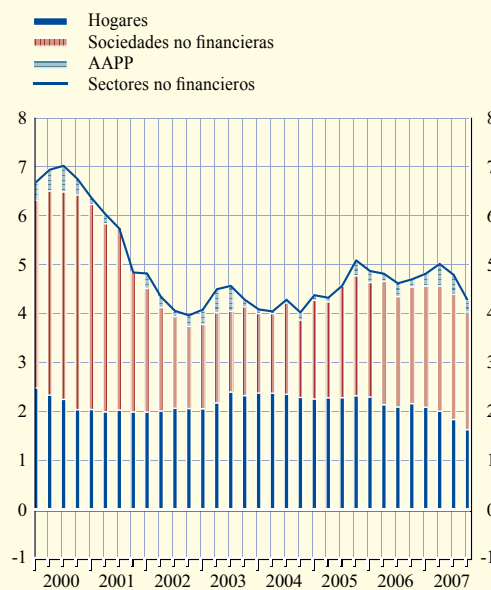
SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto 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 disminuyó hasta el 4,3%, desde el 4,8% registrado en el tercer trimestre (véase cuadro 2). Este descenso refleja, en especial, un crecimiento más débil de la inversión en efectivo y depósitos, participaciones en fondos de inversión y reservas técnicas de seguro. Sin embargo, el crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas participaciones en fondos de inversión) continuó incrementándose.

La disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total fue generalizada en todos los sectores institucionales (véase gráfico 13). La menor contribución de los hogares está en consonancia con la evolución observada en trimestres anteriores. En el cuarto trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los hogares se situó en el 3,2%, el nivel más bajo desde que se inició la tercera fase de la UEM. La contribución de las sociedades no financieras también descendió. Al

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

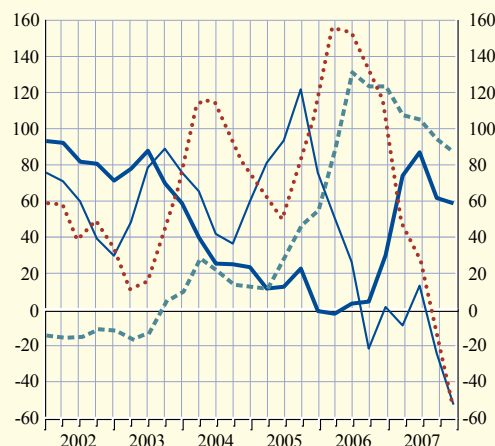


Fuente: BCE.

Gráfico 14 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)

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



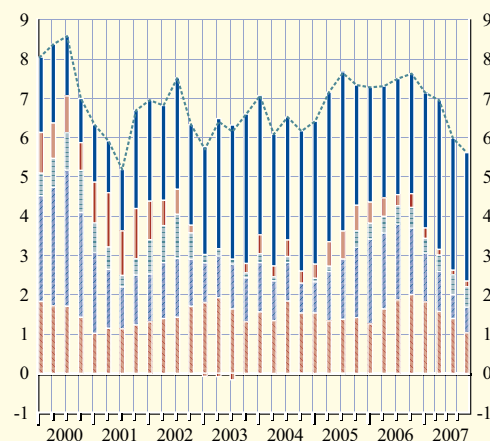
Fuentes: BCE y EFAMA.

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

Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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



Fuente: BCE.

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

mismo tiempo, la tasa de crecimiento de la inversión financiera de este sector en los últimos trimestres no muestra una tendencia clara a la baja. (Para más información en relación con la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.)

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 descendió al 4,1% en el cuarto trimestre del 2007, tras registrar una tasa del 10% en el tercer trimestre. Esta disminución tuvo su origen, principalmente, en el crecimiento más lento de las acciones y los valores distintos de acciones. En el entorno de las turbulencias de los mercados financieros, es probable que la caída del saldo vivo de valores distintos de acciones en poder de los fondos de inversión refleje efectos de valoración, pero posiblemente también cambios en la distribución de los activos.

Los datos proporcionados por EFAMA¹ en relación con las ventas netas de distintos tipos de fondos de inversión en el cuarto trimestre del 2007 tienden a confirmar la presencia de los citados cambios: las entradas netas interanuales en fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario) disminuyeron y registraron valores negativos. También muestran que continúan las tendencias anteriores (véase gráfico 14), y especialmente que los fondos del mercado monetario y los fondos mixtos siguieron registrando entradas netas interanuales, aunque algo menores que en trimestres anteriores. Por otra parte, los

1 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable, de renta fija y de renta mixta 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.

fondos de renta variable y de renta fija volvieron a reflejar salidas netas significativas de volumen comparable (superiores a 50 mm de euros en términos interanuales).

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 ligeramente hasta situarse en el 5,6% en el cuarto trimestre del 2007, frente al 6% del tercer trimestre y al 7% del segundo trimestre (véase gráfico 15). Esta nueva disminución es reflejo, principalmente, de la menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones, así como de la inversión en préstamos y depósitos (incluidos en «otras» inversiones financieras).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

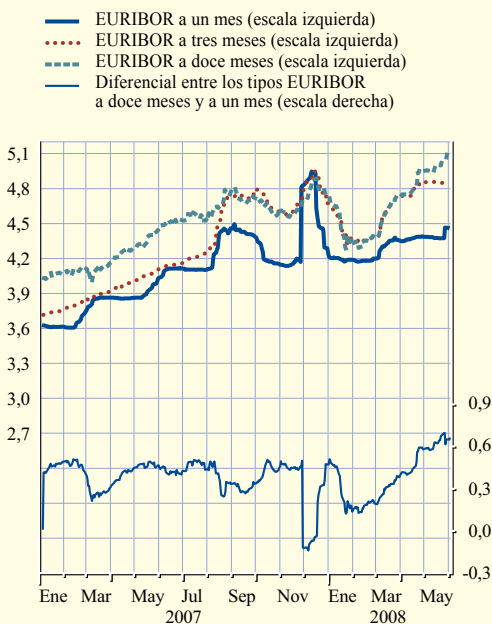
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías han subido considerablemente desde principios de marzo del 2008. Los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías también se han incrementado en este período. Como consecuencia de estos dos hechos, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, calculada en función de los tipos sin garantías, aumentó notablemente en mayo, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes sin garantías volvió a ascender hasta situarse en 65 puntos básicos el 4 de junio, un nivel significativamente más alto que el máximo anterior, que se registró en enero del 2008.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, especialmente aquellos con plazos más largos, han subido considerablemente desde principios de marzo del 2008. El 4 de junio, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 4,46%, el 4,86%, el 4,93% y el 5,11%, respectivamente, es decir, 26, 46, 52 y 71 puntos básicos por encima de los niveles observados el 5 de marzo del 2008 (véase gráfico 16).

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 65 puntos básicos el 4 de junio, en comparación con 20 puntos básicos a principios de marzo (véase gráfico 16). Este diferencial se incrementó de manera constante en dicho período, y a principios de junio se encontraba en un nivel significativamente más alto que el máximo anterior, que se registró en enero del 2008 (con 49 puntos básicos). Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario fue reflejo, principalmente, del aumento de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE, que fue más pronunciado en la última parte del 2008 y, por tanto, afectó más a los tipos a plazos más largos que a los tipos a plazos más cortos. Las variaciones de los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) también influyeron en la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario. Estos diferenciales aumentaron en el contexto de las continuas tensio-

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

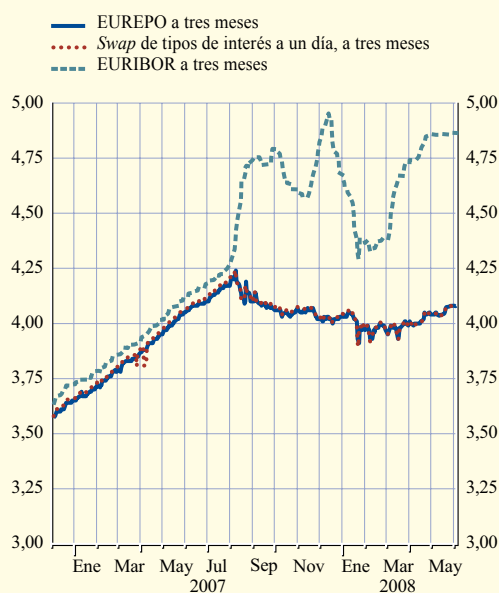
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 17 EUREPO, EURIBOR y swap de tipos de interés a un día, a tres meses

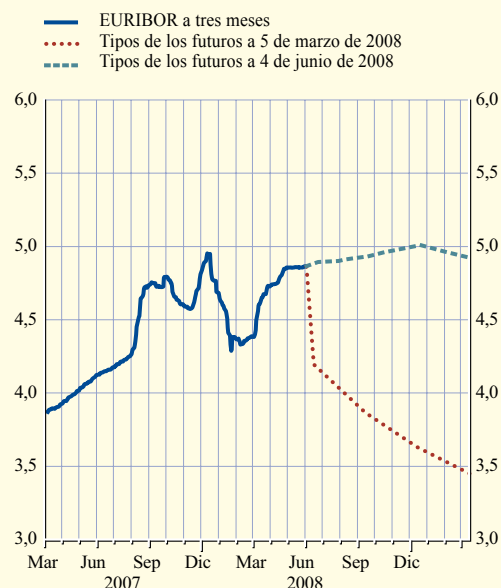
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 18 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 Liffé.

nes en el mercado monetario, aunque hubo algunos indicios tímidos de mejora a finales de mayo. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y los tipos sin garantías al mismo plazo se amplió desde 43 puntos básicos el 5 de marzo del 2008 hasta más de 80 puntos básicos a mediados de mayo, antes de descender muy ligeramente hasta situarse en 79 puntos básicos el 4 de junio de 2008 (véase gráfico 17).

El 4 de junio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2008 y en marzo del 2009 se situaban en el 4,89%, el 4,93%, el 5,01% y el 4,92%, respectivamente, unos aumentos de 69, 107, 138 y 147 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de marzo de 2008 (véase gráfico 18).

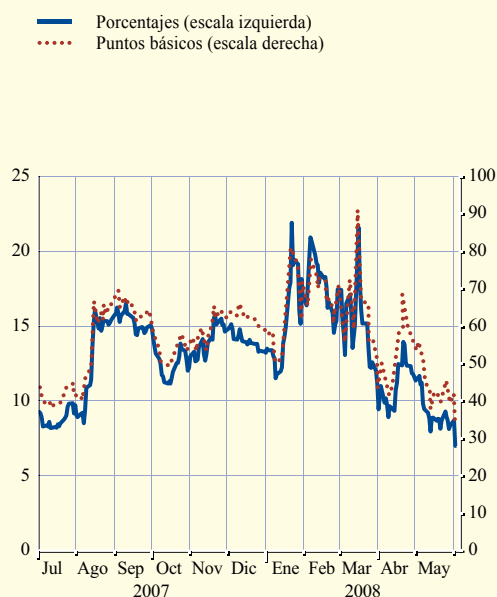
Las expectativas de los participantes en el mercado en lo que respecta a los tipos de interés a muy corto plazo en el 2008 se ajustaron al alza entre principios de marzo y comienzos de mayo del 2008, como muestran los tipos *swap* sobre el EONIA (véase gráfico 17).

Este aumento de las expectativas también influyó en los futuros del EURIBOR a tres meses, aunque éstos también se ven afectados por las expectativas en relación con el grado de tensión futura en los mercados monetarios y su impacto en los diferenciales a plazo del mercado monetario. La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses experimentó un ligero descenso entre marzo y principios de abril del 2008, y volvió a acentuarse considerablemente hasta registrar un máximo a principios de mayo, antes de volver a caer nuevamente (véase gráfico 19).

En cuanto a los tipos de interés a muy corto plazo, en su comunicado, el BCE siguió destacando la importancia de mantener los tipos de interés interbancarios a un día en niveles estables y próximos al tipo

Gráfico 19 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2008

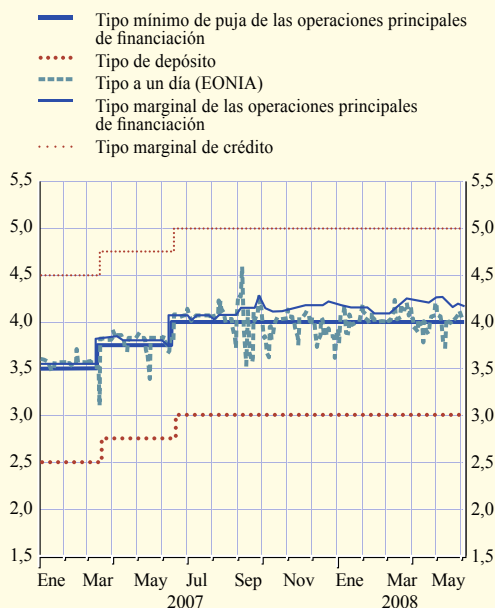
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



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 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

mínimo de puja. Aunque la volatilidad del EONIA se mantuvo en niveles algo más elevados que los observados antes de que surgieran las tensiones en el mercado monetario en agosto del 2007, el BCE consiguió cumplir este objetivo en gran medida. Con el fin de responder a la necesidad de las entidades de contrapartida de cumplir con las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación y mantuvo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. A finales de mayo, el EONIA se estabilizó en torno al 4% (véase gráfico 20). Esta evolución y las operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el BCE se describen con mayor detalle en el recuadro 3.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE FEBRERO Y EL 13 DE MAYO DE 2008

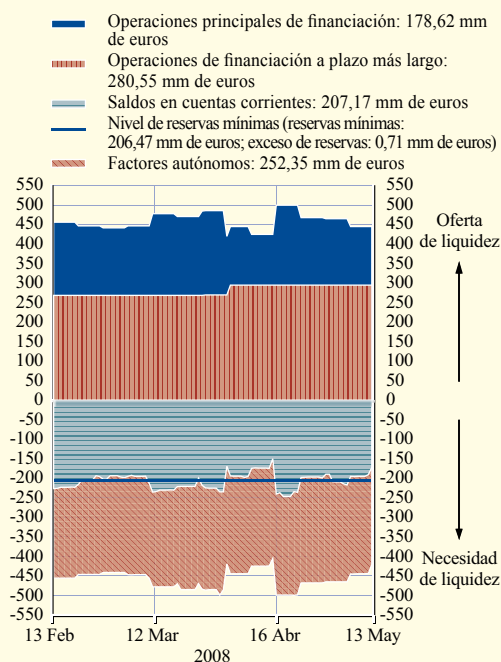
En este recuadro se describe la gestión de la liquidez del BCE en los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de marzo, el 15 de abril y el 13 de mayo de 2008. Durante estos períodos, dicha gestión siguió respondiendo de diversas formas a las tensiones observadas en el mercado monetario de la zona del euro desde agosto del 2007. En primer lugar, el BCE mantuvo su política de «distribución anticipada» de liquidez, que consiste en facilitar a las entidades de contrapartida el cumplimiento de las exigencias de reservas en los primeros días del período de mantenimiento. Este objetivo se alcanza adjudicando un volumen de liquidez superior a la adjudicación de referencia en las operaciones principales de financiación (OPF) al principio del período de mantenimiento (definiéndose la adjudicación de referencia como el importe que permite a las entidades de contrapartida cumplir sus exigencias de reservas por igual a lo largo de un período de mantenimiento), absorbiendo el exceso de liquidez resultante hacia el final de dicho período, de modo que la oferta media de liquidez en cualquier período de mantenimiento no experimente variación. En segundo lugar, hacia finales del primer trimestre del 2008, el BCE realizó dos operaciones de ajuste para inyectar liquidez, a fin de aliviar las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro. En tercer lugar, las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias, con vencimiento a tres meses, que se realizaron por primera vez en agosto y septiembre del 2007, se renovaron por segunda vez cuando vencieron en febrero y marzo del 2008. Además, en marzo del 2008, el Eurosistema anunció que renovarían una vez más estas operaciones en mayo y junio del 2008 y que llevaría a cabo dos OFPML complementarias con vencimiento a seis meses, una en abril y otra en julio, a fin de contribuir a la normalización del funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro. Finalmente, en el período de referencia, el BCE reanudó las operaciones de subasta a plazo proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a los bancos de la zona del euro en colaboración con la Reserva Federal y utilizando como garantía activos admitidos en el Eurosistema. Estas operaciones no afectaron a la oferta de liquidez en euros¹.

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 prome-

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.

¹ Véanse en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html> las declaraciones formuladas por el BCE.

dio, unos 10,4 mm de euros en comparación con los tres períodos anteriores. Este aumento puede explicarse por un incremento de las exigencias de reservas de 7,4 mm de euros y un aumento de los factores autónomos de 3,3 mm de euros, mientras que el exceso de reservas se redujo en 0,3 mm de euros. Las necesidades de liquidez totales resultantes de las exigencias de reservas se situaron en 206,5 mm de euros, y las correspondientes a los factores autónomos ascendieron, en promedio, a 252,4 mm de euros (véase gráfico A).

El exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) se redujo ligeramente en los tres períodos de mantenimiento analizados, situándose en promedio en 0,71 mm de euros (véase gráfico B), cifra cercana a la media observada (0,75 mm de euros) desde la introducción de los cambios en el marco de aplicación de la política monetaria en marzo del 2004.

Oferta de liquidez y tipos de interés

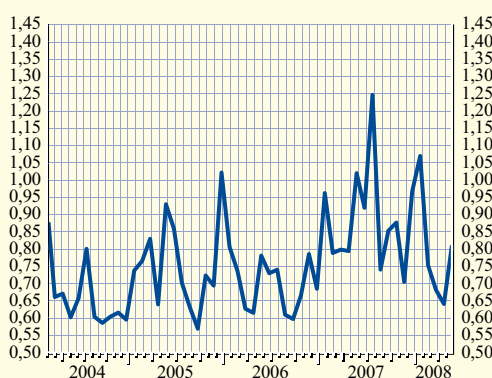
El volumen total de operaciones vivas de mercado abierto (denominadas en euros) aumentó como resultado del incremento de las exigencias de reservas. Las dos OFPML complementarias con vencimiento a tres meses realizadas inicialmente en agosto y septiembre del 2007, que vencieron en febrero y marzo del 2008 se renovaron por un importe de 50 mm de euros cada una. Además, el 2 de abril de 2008, se llevó a cabo una OFPML complementaria, con vencimiento a seis meses, por un importe de 25 mm de euros. Como resultado, el vencimiento medio de las operaciones vivas de mercado abierto aumentó ligeramente. La proporción del volumen total de dichas operaciones que representaban las OFPML y las OPF se mantuvo prácticamente sin variación en torno al 60% y el 40%, respectivamente.

El 11 de marzo de 2008, el BCE anunció que, en el contexto de la *USD Term Auction Facility* (operación de financiación a plazo en dólares) ofrecida por la Reserva Federal, volvería a proporcionar financiación en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema como lo había hecho en diciembre del 2007 y enero del 2008, utilizándose como garantía activos admitidos por el Eurosistema. Asimismo, anunció su intención de mantener la provisión de liquidez en dólares estadounidenses durante todo el tiempo que el Consejo de Gobierno estimase necesario a la vista de la situación imperante en el mercado. El 2 de mayo de 2008, el importe ofrecido a través del BCE se incrementó de 15 mm a 25 mm de dólares estadounidenses. Estas operaciones no afectaron a la oferta de liquidez en euros.

Durante el período de mantenimiento que finalizó en marzo, el EONIA se mantuvo extraordinariamente estable, con la excepción de un ligero incremento el último día del mes. Sin embargo, en los dos períodos de mantenimiento siguientes (que concluyeron en abril y mayo), el EONIA mostró una

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.

mayor volatilidad, en particular antes del final del trimestre (véase gráfico C). Como consecuencia de la fuerte competitividad de las entidades de contrapartida en la presentación de pujas en las OPF, el diferencial entre el tipo mínimo de puja y el tipo marginal (es decir, el tipo más bajo al que las entidades de contrapartida participantes reciben liquidez) fue, en ocasiones, sustancial.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 11 de marzo de 2008

Durante este período de mantenimiento, el BCE siguió aplicando su política de «distribución anticipada» de liquidez y, a lo largo del período, redujo progresivamente el importe adjudicado por encima de la adjudicación de referencia. Concretamente, en las tres primeras OPF distribuyó, respectivamente, 20 mm de euros, 15 mm de euros y 10 mm de euros por encima de dicha adjudicación. Durante esas tres semanas, el EONIA se situó sólo muy ligeramente por encima del tipo mínimo de puja. En la cuarta y última OPF del período de mantenimiento se adjudicaron 4 mm de euros por encima del importe de referencia. En esa semana, se produjo un endurecimiento imprevisto e inusualmente acusado de la situación de liquidez, que se tradujo en cierta presión al alza sobre el EONIA. El último día del período de mantenimiento, el BCE realizó una operación de ajuste para inyectar liquidez por un importe de 9 mm de euros. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 321 millones de euros y con el EONIA en el 4,229%.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 15 de abril de 2008

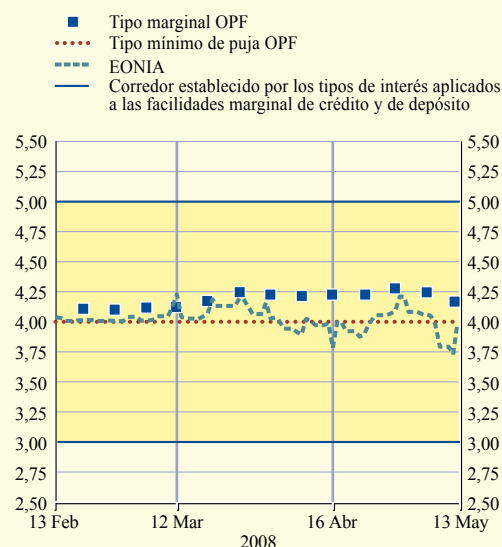
El 11 de marzo, en la primera OPF de este período de mantenimiento, el BCE adjudicó 25 mm de euros por encima del importe de referencia. Durante esa semana, el EONIA se situó ligeramente por encima del tipo mínimo de puja y tendió a subir moderadamente.

En la segunda OPF, que se adjudicó el 18 de marzo, dado que se apreciaron algunos indicios de intensificación de las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro, el BCE no redujo su adjudicación por encima del importe de referencia, sino que, por el contrario, siguió adjudicando 25 mm de euros por encima de dicho importe. El EONIA se elevó de nuevo hasta el 4,188% el día siguiente a la adjudicación de la OPF y, el 20 de marzo, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste para inyectar liquidez con una adjudicación de 15 mm de euros. Ese día, el EONIA se situó en el 4,133%.

El 25 de marzo, en la tercera OPF del período de mantenimiento de reservas, una operación que abarcó hasta el final del trimestre, el BCE adjudicó 50 mm de euros por encima del importe de refe-

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

rencia, en vista de que las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro estaban aumentando de nuevo. En esa operación, el tipo marginal y el tipo medio ponderado se elevaron hasta el 4,23% y el 4,28%, respectivamente. A pesar de la holgada adjudicación que se realizó en la OPF, el tipo de interés a un día seguía siendo elevado en la mañana del 31 de marzo, último día del trimestre, y el BCE llevó a cabo una operación de ajuste para inyectar liquidez, en la que adjudicó 15 mm de euros. Ese día, el EONIA se situó en el 4,159%.

En la cuarta OPF del período de mantenimiento de reservas, el BCE adjudicó 35 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia, y posteriormente, el EONIA descendió hasta niveles ligeramente inferiores al tipo mínimo de puja.

En la última OPF del período, el BCE adjudicó 5 mm de euros por encima del importe de referencia, y el EONIA se situó en un nivel próximo al tipo mínimo de puja en la última semana del período de mantenimiento. El último día del período, el BCE llevó a cabo una operación de drenaje de liquidez por un importe de 21 mm de euros. No obstante, las entidades de contrapartida sólo presentaron pujas por un total de 14,9 mm de euros y, por consiguiente, el período finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 4,6 mm de euros. En consonancia con este exceso de liquidez, el EONIA se situó en el 3,783% ese día.

Período de mantenimiento de reservas que finalizó el 13 de mayo de 2008

El 15 de abril, en vista de que persistían las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro, y en consonancia con su política de «distribución anticipada» de liquidez, el BCE adjudicó 35 mm de euros por encima del importe de referencia en la primera OPF del período de mantenimiento. Durante esa semana, el EONIA se situó ligeramente por debajo del tipo mínimo de puja y tendió a descender.

En la segunda OPF, que se adjudicó el 22 de abril, el BCE recortó el importe adjudicado por encima de la adjudicación de referencia a 20 mm de euros, comenzando así a reducir el exceso de liquidez de forma algo más rápida de lo habitual. Durante esa semana, el EONIA se elevó ligeramente por encima del tipo mínimo de puja.

En la tercera OPF, que se adjudicó el 29 de abril y abarcó hasta el final del mes, el BCE adjudicó 20 mm de euros por encima del importe de referencia. El EONIA se situó en el 4,090% en el día en que se realizó la adjudicación, para elevarse hasta el 4,210% al día siguiente, último día del mes.

Tras la adjudicación de 4 mm de euros por encima del importe de referencia en la cuarta y última OPF del período de mantenimiento, el EONIA comenzó a bajar gradualmente. El 8 de mayo, se situaba por debajo del tipo mínimo de puja, en el 3,979%. El último día del período de mantenimiento, el BCE realizó una operación de ajuste para drenar liquidez y absorbió 23,5 mm de euros. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto limitado a la facilidad de depósito de 284 millones de euros, y el EONIA se situó ese día en el 4,004%.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

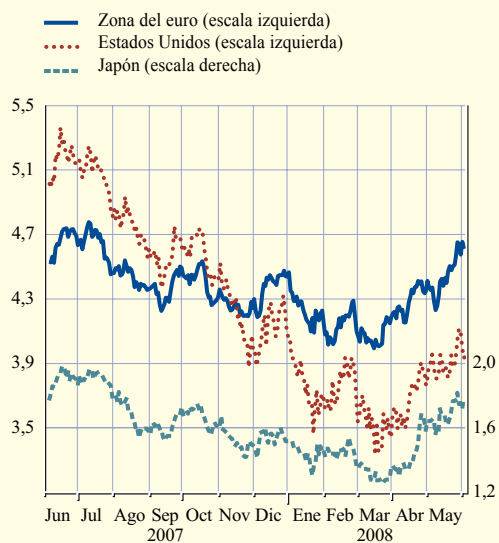
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se ha elevado notablemente en los principales mercados en los tres últimos meses, como consecuencia, en gran medida, del aumento del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo. A su vez, este aumento fue probablemente reflejo de las percepciones ligeramente más favorables de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas mundiales, de las menores expectativas de rebaja de los tipos de interés oficiales y del repunte de las primas de riesgo de los mercados de renta fija. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo de la zona del euro experimentaron escasas variaciones en el período considerado, mientras que las tasas de inflación implícitas spot de medio a largo plazo volvieron a elevarse, hasta situarse en los niveles más altos alcanzados desde el 2004.

Desde finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha aumentado de forma significativa en la zona del euro y en Estados Unidos. Este aumento fue consecuencia de un repunte de las primas de riesgo (todavía relativamente reducidas) incorporadas en el rendimiento de la deuda a largo plazo, que se produjo a raíz de la presión vendedora registrada en los mercados internacionales de renta variable a finales de febrero y comienzos de marzo. Por otra parte, en los últimos meses las percepciones de los inversores respecto a las perspectivas económicas mundiales han mejorado ligeramente, al disminuir la preocupación del mercado en torno a las perspectivas relativas a la economía estadounidense. Al mismo tiempo, se ha agudizado la percepción de riesgos inflacionistas a nivel mundial, en un contexto de escalada de los precios del petróleo y de los alimentos. En estas circunstancias, el incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo fue también resultado del cambio de opinión de los participantes en el mercado acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales en las principales áreas económicas. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro aumentó en torno a 50 puntos básicos entre finales de febrero y el 4 de junio de 2008, fecha en la que situó en torno al 4,6% (véase gráfico 21). Simultáneamente, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años se elevó alrededor de 40 puntos básicos, para situarse alrededor del 4% al final del período analizado. Aunque la evolución diaria de los tipos de interés a largo plazo fue, como siempre, bastante similar en ambas economías, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió en unos 10 puntos básicos entre finales de febrero y el 4 de junio, fecha en la que se situó en torno a -65 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 40 puntos básicos, hasta situarse en el 1,8% el 4 de junio.

La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija a largo plazo no experimentó variaciones significativas en la zona del euro, dado que la volatilidad implícita de esos mercados se mantuvo en general estable entre finales de fe-

Gráfico 21 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.

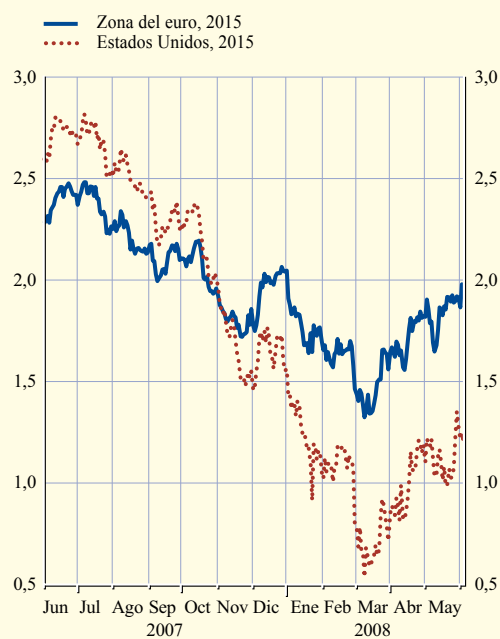
brero y principios de junio. En Estados Unidos, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se situó al final del período examinado en niveles inferiores a los observados al final del mes de febrero. Por el contrario, en Japón la volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó considerablemente en el período considerado.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un fuerte aumento entre finales de febrero y comienzos de junio del 2008, como consecuencia, principalmente, del incremento de los tipos de interés reales, evidenciado por la evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación. Los mercados de renta fija se vieron inicialmente afectados por la presión vendedora que se registró en los mercados internacionales de renta variable a finales de febrero y comienzos de marzo y que dio lugar a desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, como la deuda pública, que hicieron disminuir el rendimiento de la renta fija. Al ir mejorando gradualmente la percepción del riesgo desde mediados de marzo, el rendimiento de los bonos empezó a elevarse. Esta elevación fue, asimismo, resultado de las expectativas más favorables de los inversores respecto a la situación de la economía estadounidense, tras la publicación de una serie de datos sobre la actividad económica, especialmente en relación con el PIB del primer trimestre del 2008. El marcado aumento del rendimiento nominal de los bonos estuvo acompañado de incrementos similares del rendimiento real (véase gráfico 22). La tendencia alcista del rendimiento real de los bonos no sólo fue reflejo de la percepción de perspectivas económicas más favorables por parte de los participantes en el mercado, sino que se debió probablemente también al ligero repunte de las primas de riesgo, a raíz de los desplazamientos de fondos hacia la mayor seguridad de la deuda pública durante el retroceso de los mercados de valores mundiales registrado a finales de febrero y comienzos de marzo, aunque dichas primas siguieron manteniéndose en niveles bastante reducidos. El aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo fue también consecuencia de las expectativas del mercado respecto a la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria mayor de lo esperado anteriormente en el contexto de percepciones de mayor crecimiento económico y de riesgos inflacionistas más elevados.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó también de forma constante a partir de mediados de marzo. Este incremento se debió a la reducción de la aversión al riesgo entre los inversores y también a un crecimiento inesperadamente vigoroso del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre del 2008, además de ser también consecuencia de la publicación de datos favorables procedentes de encuestas, como el índice IFO alemán. El aumento de unos 50 puntos básicos del rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación observado en los tres últimos meses está en consonancia con las revisiones al alza de las expectativas del mercado respecto al crecimiento económico de la zona del euro (véase gráfico 22). En línea con estas revisiones, los diferenciales de renta fija privada de los prestamistas con calificación más baja se han estrechado de forma significativa desde finales de febrero.

Gráfico 22 Rendimiento real de los bonos

(en porcentaje; datos diarios)

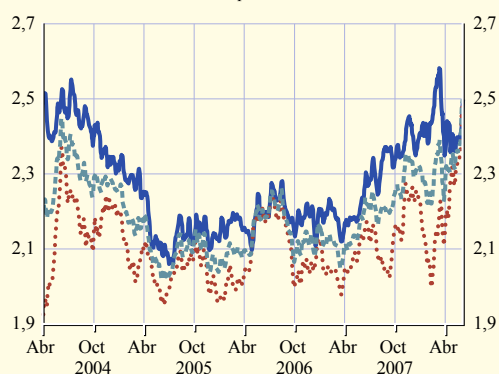


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- - - Tasa de inflación implícita a diez años

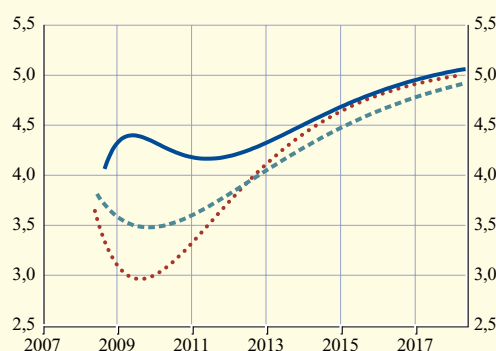


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Tipos de interés forward implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

- 4 de junio de 2008
- 29 de febrero de 2008
- - - 31 de marzo de 2008



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

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

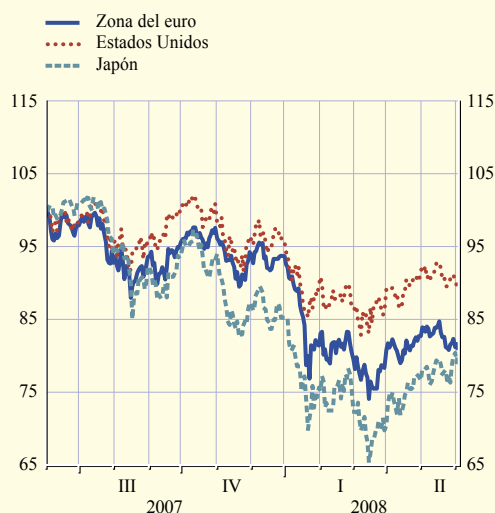
La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo prácticamente sin cambios en el período analizado, situándose en el 2,5% a principios de junio (véase gráfico 23). Al mismo tiempo, sin embargo, las tasas de inflación implícitas a cinco años y a diez años volvieron a elevarse, en unos 35 puntos básicos y 15 puntos básicos, respectivamente, alcanzando sus niveles más altos desde el 2004. Estos elevados niveles reflejan la creciente preocupación de los inversores acerca de la persistencia de las actuales fuertes presiones inflacionistas en el contexto del alza de los precios del petróleo y de los alimentos.

Entre finales de febrero y principios de junio, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza en los plazos cortos a medios (véase gráfico 24). Ello parece ser principalmente reflejo de cambios en las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo en horizontes temporales de corto a medio plazo. El desplazamiento al alza en los plazos más largos de la curva de tipos *forward* observado entre finales de marzo y comienzos de junio refleja probablemente también un aumento de las correspondientes primas de riesgo.

La tendencia a la ampliación de los diferenciales de renta fija privada que se venía observando desde el verano del 2007 comenzó a invertirse en el transcurso del período examinado. A comienzos de junio, los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB se habían estrechado unos 35 puntos básicos con respecto a los niveles de finales de febrero del 2008. De la misma forma, los diferenciales de renta fija privada de las demás calificaciones crediticias se estrecharon en el período considerado. Este estrechamiento apunta a una ligera recuperación de la tolerancia al riesgo de crédito de los inversores, en línea con un aumento más general de la tolerancia al riesgo a escala mundial.

Gráfico 25 Índices bursátiles

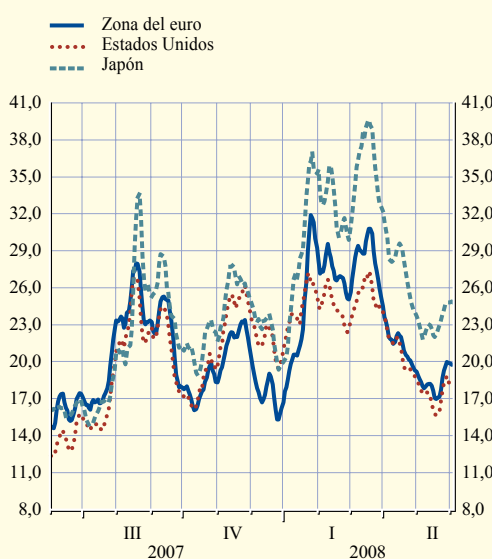
(índice: 1 de junio de 2007 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo 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.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tras experimentar un fuerte descenso entre finales de febrero y mediados de marzo, los precios de las acciones repuntaron marcadamente en los mercados internacionales, como resultado, principalmente, de la mayor tolerancia al riesgo de los inversores y de sus percepciones de menores riesgos, que compensaron las presiones bajistas ejercidas por la elevación de los tipos de interés a largo plazo. Como reflejo de estas percepciones, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable descendió a cotas sólo ligeramente superiores a los moderados niveles observados antes de la aparición de las turbulencias financieras

En la zona del euro y en Estados Unidos, tras registrar un acusado descenso a finales de febrero y en la primera mitad de marzo, las cotizaciones bursátiles se fueron recuperando con fuerza (véase gráfico 25). Entre finales de febrero y el 4 de junio de 2008, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, experimentaron en general escasas variaciones; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 4%; y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 6%.

La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció a finales de febrero y en la primera mitad de marzo, para disminuir posteriormente, hasta situarse al final del periodo considerado ligeramente por encima de los

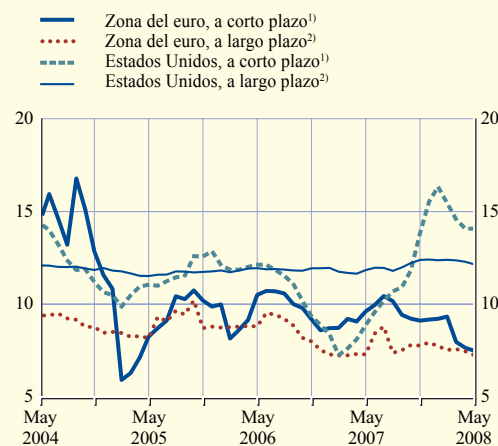
niveles muy reducidos observados antes de las turbulencias financieras (véase gráfico 26). Unido al hecho de que los diferenciales de renta fija privada de alta rentabilidad y con calificación BBB se situaron a comienzos de junio en niveles muy inferiores a los de finales de febrero, ello parecería indicar también una recuperación de la tolerancia al riesgo por parte de los inversores después del episodio de turbulencia financiera de finales de febrero. La renovada tolerancia al riesgo se refleja también en varios indicadores periódicos del sector privado. En este contexto, es probable que las primas de riesgo de las acciones hayan disminuido en los últimos meses, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, contribuyendo así a la subida del precio de las acciones.

En Estados Unidos, tras la presión vendedora observada en los mercados de renta variable a finales de febrero y en la primera mitad de marzo, en los tres últimos meses las cotizaciones bursátiles han experimentado una subida, impulsada por percepciones del riesgo y actitudes más favorables de los inversores, en el contexto del respaldo de los acuerdos financieros de Bear Stearns otorgado a mediados de marzo. Además, ciertas evidencias confirman la opinión de que ha crecido el optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de beneficios empresariales en el mercado estadounidense. Por ejemplo, en mayo del 2008 el número de analistas de los mercados de valores y de empresas estadounidenses que habían revisado al alza sus estimaciones de beneficios esperados por acción para los próximos doce meses se vio compensado en general con el número de revisiones a la baja, mientras que en meses anteriores la gran mayoría de revisiones de las estimaciones de beneficios se habían realizado a la baja. Además, los analistas también esperaban un vigoroso crecimiento en mayo, situando la tasa de crecimiento a corto y a largo plazo de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 en el 14% y el 12%, respectivamente (véase gráfico 27). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción se situó en el -3% en mayo.

En la zona del euro también, los precios de las acciones registraron inicialmente una pronunciada caída a finales de febrero y en la primera mitad de marzo y experimentaron luego una notable recuperación, pese al importante aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que actúa como factor de descuento para la valoración de las acciones. En la zona del euro, la valoración de las acciones se ha visto favorecida por la mayor tolerancia al riesgo registrada a nivel mundial. Sin embargo, en los tres últimos meses se ha observado una desaceleración del crecimiento de los beneficios empresariales efectivos y esperados (véase gráfico 27). Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX siguieron bajando, hasta situarse en una tasa interanual del 8% en mayo. Al mismo tiempo, los analistas redujeron sus expectativas de crecimiento de los beneficios por acción para los próximos doce meses, desde el 10% de febrero al 7% de mayo, aunque sus expectativas de crecimiento de los beneficios para horizontes de tres a cinco años, sólo disminuyeron ligeramente en los tres últimos meses. Sin embargo, la evolución reciente de los beneficios presenta diferencias llamativas entre las instituciones financieras y las sociedades no financieras, situación que se describe en el recuadro 4.

Gráfico 27 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
 Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.
 1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).
 2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

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

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

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

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Por sectores, los índices bursátiles de la zona del euro muestran una evolución divergente en el período analizado (véase cuadro 3). Entre los sectores que registraron peores resultados que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio en los tres últimos meses cabe citar las empresas de tecnología y de telecomunicaciones. Los resultados del sector financiero, claramente desfavorables desde la aparición de las turbulencias financieras, fueron en general similares a los observados en los mercados de renta variable durante el período examinado, pese al menor crecimiento de los beneficios por acción efectivos y esperados (véase recuadro 4). Los resultados por encima de la media del sector de materias primas básicas y del sector del petróleo y del gas pueden reflejar, en parte, la persistente escalada de los precios del petróleo y de otras materias primas que se viene observando.

Recuadro 4

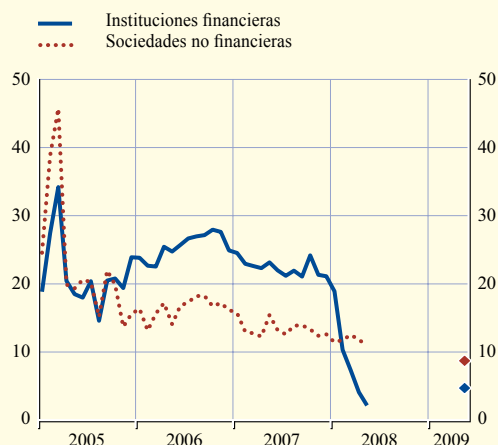
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO

Las turbulencias que padecieron los mercados financieros en los meses de verano del 2007 han puesto a prueba la fortaleza de los balances de las empresas de la zona del euro. Estas perturbaciones dieron lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación externa tanto de las instituciones financieras como de las sociedades no financieras, y originaron, de una forma más general, unas perspectivas de crecimiento más lento de la economía de la zona del euro. Con toda probabilidad, estos dos factores afectarán a la rentabilidad empresarial. En este recuadro se describe la evolución del crecimiento de los beneficios por acción (BPA) efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro, desde la aparición de las turbulencias financieras.

El gráfico A muestra el crecimiento de los BPA efectivos y esperados de las instituciones financieras y las sociedades no financieras que cotizan en los mercados de valores de la zona del euro. Se observa que, desde el inicio del 2008, el crecimiento de los BPA efectivos de las instituciones financieras ha descendido de forma significativa en relación con los elevados niveles registrados anteriormente, mientras que, en las sociedades no financieras, sólo se detecta una desaceleración gradual y comparativamente menor del crecimiento de los BPA efectivos. Las turbulencias financieras han tenido, en efecto, una mayor inciden-

Gráfico A Crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona del euro: instituciones financieras y sociedades no financieras

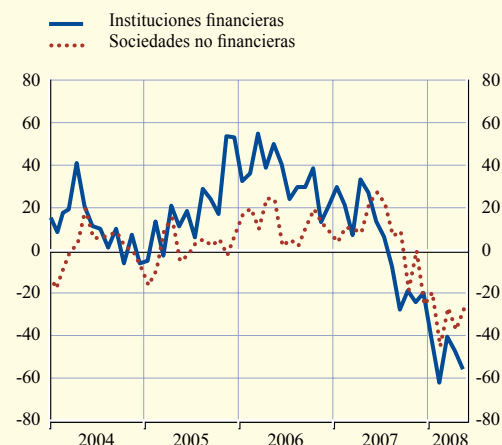
(tasas de variación interanual)



Fuente: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.
 Nota: El crecimiento de los beneficios se refiere a los beneficios por acción agregados de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX. El rombo se refiere a las previsiones de crecimiento medio de los beneficios por acción en los próximos doce meses correspondientes al mes de mayo del 2008.

Gráfico B Ratio de revisión de los beneficios de las empresas de la zona del euro: instituciones financieras y sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream I/B/E/S y cálculos del BCE.
 Nota: Número de revisiones al alza menos número de revisiones a la baja de las previsiones de beneficios por acción en los próximos doce meses realizadas por las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, en porcentaje del número total de estimaciones.

cia en la rentabilidad del sector financiero de la zona del euro. Para las instituciones financieras, las fuertes caídas de los precios de los activos financieros, unidas al saneamiento de los préstamos, mermaron el crecimiento de los beneficios a finales del 2007 y en los primeros meses del 2008. No obstante, de cara al futuro los analistas de los mercados de renta variable esperan que el crecimiento de los beneficios en ambos sectores se mantenga, en promedio, relativamente vigoroso en los próximos doce meses.

Para valorar la evolución de los BPA esperados, el gráfico B presenta la ratio de revisión de los beneficios de las instituciones financieras y las sociedades no financieras. Este indicador mide el saldo entre el número de revisiones al alza de las expectativas de BPA para los próximos doce meses realizadas por las empresas y el correspondiente número de revisiones a la baja en términos de número total de estimaciones de los beneficios. Como puede apreciarse en el gráfico, la ratio de revisión de los beneficios del sector financiero se deterioró de forma inmediata y significativa en el verano del 2007, invirtiendo el anterior perfil de constantes revisiones al alza. Lo mismo ocurrió en el sector no financiero, aunque unos meses más tarde. Así pues, pese a que se mantienen las perspectivas de beneficios, en las circunstancias actuales parece predominar una percepción bastante negativa al respecto.

El análisis de los diferenciales de tipos de interés de la renta fija privada proporciona información adicional sobre el clima de la economía con respecto a los beneficios. La relación entre los diferenciales de renta fija privada y las perspectivas de beneficios de las empresas puede considerarse desde dos puntos de vista. En primer lugar, los precios de los valores de renta fija privada incorporan, entre otras cosas, la probabilidad de impago por parte de las empresas, desde la perspectiva de los inversores. Más concretamente, en igualdad de condiciones, unos diferenciales de renta fija privada más altos en el conjunto de la economía señalan una mayor probabilidad de impago por parte de las empresas. A su vez, la probabilidad de impago aumenta, en general, en un entorno en el que las perspectivas de beneficios de las empresas sufren un deterioro. En segundo lugar, los diferenciales de renta fija privada desempeñan también un

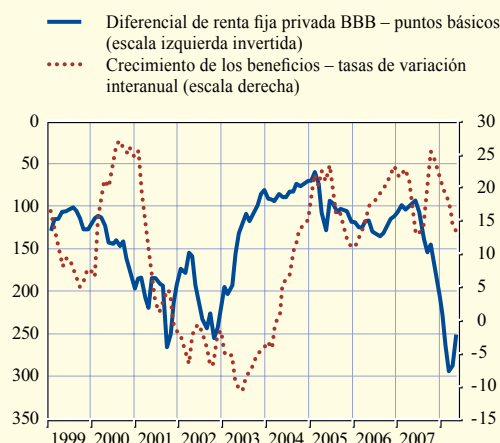
papel «activo» en las perspectivas de beneficios de las empresas, al influir en los costes financieros. Por ejemplo, unos diferenciales de renta fija privada más altos hacen que un menor número de oportunidades de inversión sean rentables, lo que, a igualdad de otros factores, reduce las perspectivas de beneficios de las empresas.

El gráfico C muestra el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro y los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB de la misma zona. Como puede observarse, el crecimiento de los beneficios de las empresas y el riesgo de crédito percibido por los mercados han evolucionado prácticamente en paralelo en los diez últimos años. Por ejemplo, cuando los diferenciales de crédito aumentaron en el 2000, el crecimiento de los beneficios descendió más o menos a la vez en la zona del euro. Entre el 2002 y el 2004, los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB disminuyeron gradualmente, hasta alcanzar niveles históricamente bajos, impulsados por el clima más favorable de los mercados, por menores tasas de impago y, posiblemente, por cierta infravaloración del precio del riesgo por parte de los inversores. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios de las empresas empezó a recuperarse. A partir del 2005, los diferenciales de renta BBB se mantuvieron en niveles reducidos, hasta la aparición de las turbulencias financieras en el verano del 2007. Como se aprecia en el gráfico, los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB de la zona del euro casi se triplicaron entre junio del 2007 y mayo del 2008, pasando de 90 puntos básicos a cerca de 250 puntos básicos. Durante el mismo período, el crecimiento de los beneficios de las instituciones financieras y sociedades no financieras cotizadas en los mercados de valores sólo se moderó ligeramente. Ello parece sugerir que, inicialmente, el aumento de los diferenciales de renta fija privada estuvo determinado, en buena parte, por la actual revisión de la valoración de los riesgos, y no tanto por el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento de las probabilidades de impago, como había ocurrido en episodios anteriores. Basándose en lo observado en el pasado, cabe esperar que una nueva reducción del crecimiento de los beneficios podría restaurar esta relación histórica.

En resumen, el crecimiento de los beneficios de las instituciones financieras de la zona del euro ha experimentado una notable desaceleración en los primeros meses del 2008, mientras que hasta el momento el de las sociedades no financieras sólo ha registrado un ligero descenso. En promedio, los analistas prevén un crecimiento relativamente vigoroso de los beneficios de ambos sectores en los próximos doce meses. Sin embargo, en conjunto las recientes revisiones de las expectativas de beneficios de las empresas son negativas, lo que sugiere la existencia de riesgos a la baja para el crecimiento de los beneficios en los próximos trimestres. Por lo tanto, no puede descartarse que la elevación de los costes financieros observada desde el estallido de las turbulencias financieras, unida a otros factores como el alza de los costes de los bienes intermedios y de los costes salariales, modere las perspectivas de beneficios de las empresas de la zona del euro en la última parte del 2008 y a principios del 2009.

Gráfico C Crecimiento de los beneficios y diferencial de renta fija privada

(medias mensuales de datos diarios)



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

Nota: Los beneficios se calculan como la ratio entre el índice bursátil total de la UEM de Datastream y la correspondiente ratio precio/beneficio. El diferencial de renta fija privada se refiere al índice de Merrill Lynch de renta fija privada BBB con vencimiento entre siete y diez años.

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

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó aumentando en el entorno de las tensiones en los mercados financieros y de la revisión continua de la valoración del riesgo de mercado y de crédito en el primer trimestre del 2008. El coste de la financiación de mercado se incrementó significativamente. Sin embargo, tras las subidas de trimestres anteriores, los tipos de interés de los préstamos bancarios se redujeron ligeramente, siendo reflejo, en parte, de una caída transitoria de los rendimientos de la deuda pública, así como de una cierta relajación de los tipos de interés del mercado monetario tras el repunte experimentado hacia finales del 2007. Al mismo tiempo, los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras mostraron su solidez también en los primeros meses del 2008, sin que presenten, hasta el momento, ningún impacto significativo derivado de las turbulencias de los mercados financieros. Las ratios de apalancamiento de las sociedades pertenecientes a este sector mantuvieron la tendencia al alza observada en trimestres anteriores.

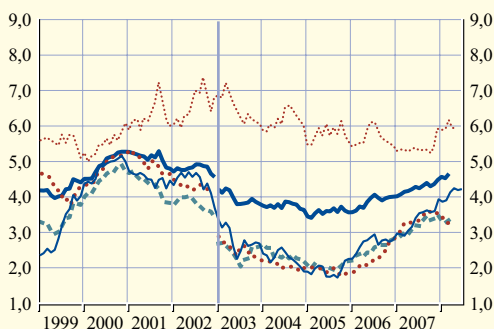
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real² 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 valoración³— se incrementó 18 puntos básicos adicionales en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 28). Aunque los tipos de interés de los préstamos bancarios descendieron en términos reales, en el primer trimestre del 2008 el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras fue consecuencia, principalmente, de la subida continuada del coste real de la financiación de mercado, en un entorno en el que las primas de riesgo de crédito y de riesgo de las acciones volvieron a aumentar. A diferencia de la tendencia alcista de trimestres anteriores, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto y a largo plazo cayeron en el mismo período. Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, se observa que la subida del coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro desde el estallido de las turbulencias financieras ha sido de 37 puntos básicos desde finales de junio del 2007. El coste real de las acciones ascendió 76 puntos básicos, mientras que el coste de la financiación mediante deuda únicamente se incrementó 11 puntos básicos en términos reales, lo cual refleja, en parte, las mayores expectativas de inflación a corto plazo. En conjunto, las tensiones

Gráfico 28 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos
- - - - - Tipos de interés reales a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos
- Coste real de los valores de renta fija
- Coste real de las acciones cotizadas



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

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

2 El coste de las acciones se calcula en función de una nueva serie basada únicamente en datos correspondientes a sociedades no financieras, y no en datos del total de la economía/todas las sociedades, que era como se calculaba con anterioridad.

3 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.

generalizadas en los mercados financieros y la amplia revisión de la valoración del riesgo sólo han tenido un impacto limitado en el coste de financiación, en un entorno de tipos de interés oficiales sin variaciones y de descenso general de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

Por lo que respecta a los componentes del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras (véase también el recuadro 5), la tendencia al alza del coste real de la financiación bancaria fue interrumpida por un descenso de alrededor de 25 puntos básicos registrado en el primer trimestre del 2008, que fue paralelo a una disminución de los tipos de interés de mercado. Los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo contribuyeron a esta reducción. En términos nominales, 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 cayeron en torno a 16 puntos básicos entre diciembre del 2007 y marzo del 2008 (véase cuadro 4), aunque el descenso en términos reales fue más elevado, debido al aumento de las expectativas de inflación a corto plazo. En el mismo período, el EURIBOR a tres meses cayó 25 puntos básicos en un entorno de normalización transitoria de las condiciones del mercado monetario con respecto a los máximos históricos alcanzados hacia finales del 2007. Por consiguiente, el diferencial entre los tipos a corto plazo de los préstamos bancarios y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se amplió levemente en el primer trimestre del 2008, aunque siguió manteniéndose por debajo de su media histórica desde enero del 2003, cuando se introdujeron las nuevas estadísticas armonizadas del Eurosistema sobre los tipos de interés de las IFM. Sin embargo, más recientemente, en abril y mayo, volvieron a surgir tensiones en el mercado interbancario sin garantías. 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 disminuyeron ligeramente entre diciembre del 2007 y marzo del 2008, entre 7 y 12 puntos básicos, dependiendo del importe de los préstamos. Esta evolución, ante el descenso más acusado, aunque transitorio, de alrededor de 50 puntos básicos en los rendimientos de la deuda pública comparable, hizo que se ampliaran los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo de los

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 mar. 2008 ²⁾		
	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 Feb	2008 Mar	2007 Sep	2007 Dic	2008 Feb
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,06	6,18	6,50	6,63	6,55	6,55	5	-7	0
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,29	5,53	5,92	6,08	5,85	5,91	-1	-17	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,83	5,00	5,24	5,28	5,21	5,21	-3	-7	-1
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	4,68	4,90	5,21	5,33	5,04	5,17	-3	-16	14
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,86	5,17	5,43	5,47	5,13	5,33	-10	-14	20
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,89	4,15	4,74	4,85	4,36	4,60	-15	-25	23
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,94	4,45	4,10	4,05	3,40	3,54	-56	-51	14
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,95	4,57	4,19	4,14	3,64	3,65	-54	-49	1

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.

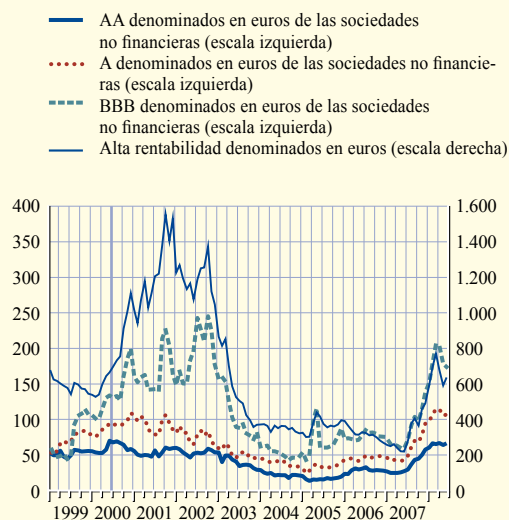
préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública a dos y a cinco años en el primer trimestre del 2008. Sin embargo, el coste de la financiación de las IFM en los mercados mayoristas, como reflejan los rendimientos de los bonos, se incrementó de forma pronunciada entre finales de diciembre del 2007 y marzo del 2008.

La ampliación de los diferenciales bancarios con respecto a los tipos de mercado vigentes coincide, en términos generales, con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2008, que apuntan a un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Sin embargo, esta trayectoria de los diferenciales también es coherente con los típicos retardos en la transmisión de los tipos de interés y la mayor rigidez de los tipos de interés de los préstamos bancarios en relación con los tipos de mercado. De acuerdo con los últimos resultados de la citada encuesta, las entidades de crédito participantes señalaron que los criterios de aprobación del crédito se habían endurecido como consecuencia del empeoramiento de las expectativas relativas a la actividad económica futura, incluidas las perspectivas del sector o de sociedades concretas, del coste creciente de financiación de las entidades bancarias y de la disponibilidad de fondos. En el primer trimestre del 2008, las entidades endurecieron, en términos netos, sus criterios de aprobación del crédito, principalmente mediante una nueva ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los préstamos de mayor riesgo. Otras condiciones no relacionadas con el precio también contribuyeron al citado endurecimiento. En particular, las dificultades experimentadas por las entidades de crédito de la zona del euro para acceder a financiación mayorista, tal como se señaló en la encuesta, tuvieron su reflejo tanto en el nivel prolongadamente alto de los tipos de interés interbancarios sin garantías como en el aumento significativo de los rendimientos de los valores de renta fija de las instituciones financieras en el primer trimestre del 2008.

En cuanto a la captación de financiación mediante la emisión de valores distintos de acciones, su coste real siguió elevándose en el primer trimestre del 2008, alrededor de 18 puntos básicos entre enero y marzo del 2008. El considerable incremento de los rendimientos de los valores de renta fija de sociedades no financieras en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 29), junto con el descenso de los rendimientos de la deuda pública, hizo que se ampliaran significativamente los diferenciales de crédito, en un entorno de revisión generalizada de la valoración de las primas de riesgo de crédito. Al mismo tiempo, el aumento de los diferenciales de renta fija del sector no financiero fue nuevamente moderado en comparación con los diferenciales de los valores de renta fija de instituciones financieras, que reflejaron directamente los problemas de liquidez y de solvencia de los mercados de crédito que culminaron con el hundimiento de Bear Stearns a mediados de marzo. Más recientemente, en mayo del 2008, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija pareció estabilizarse en torno al 4,1%, nivel que se había alcanzado a finales de marzo del 2008. En conjunción con un incremento de los rendimientos de la deuda pública, los diferenciales de renta fija privada se estrecharon en cierta medida en abril y mayo,

Gráfico 29 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



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

especialmente en el caso de los emisores de bonos con calificación de grado especulativo. En el recuadro 5 se presenta una comparación de la evolución del coste de financiación mediante deuda en la zona del euro y en Estados Unidos.

El coste real de las acciones cotizadas de las sociedades no financieras aumentó 61 puntos básicos en el primer trimestre del 2008, como consecuencia de una profunda corrección a la baja de los mercados de valores, en un entorno de creciente deterioro de la percepción del riesgo, representada por la volatilidad implícita. Más recientemente, dicho coste cayó 24 puntos básicos con respecto al nivel registrado a finales de marzo del 2008, favorecido por un repunte general de las cotizaciones bursátiles en abril y mayo.

Recuadro 5

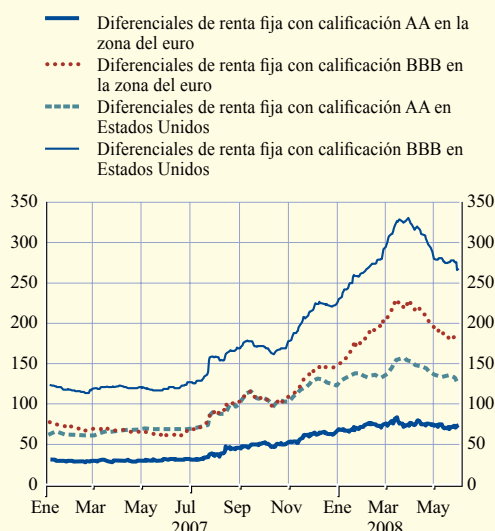
COMPARACIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA DE LAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se presenta una comparación, entre la zona del euro y Estados Unidos, de la evolución del coste de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras desde el comienzo de las turbulencias financieras, centrandose en los diferenciales de los rendimientos de los valores de renta fija privada y los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito. Al interpretar las diferencias entre la zona del euro y Estados Unidos, es importante tener en cuenta que la comparación de los datos está limitada, no sólo por las diferencias existentes en las metodologías estadísticas empleadas (muestreo, definiciones y cobertura de datos), sino también por las acusadas divergencias en el patrón de financiación de las sociedades no financieras a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, estas empresas recurren principalmente a los préstamos bancarios, que representaron alrededor del 85% de su deuda total a finales del 2006. En Estados Unidos, el total de préstamos comerciales e industriales y de préstamos hipotecarios representó el 57% de la deuda total en el mismo periodo, constituyendo los préstamos comerciales e industriales únicamente en torno al 20% de la deuda total, ya que en dicho país la financiación mediante deuda está más generalizada entre las sociedades no financieras, y además, los préstamos hipotecarios se contabilizan por separado.

Los diferenciales de renta fija privada de las sociedades no financieras han aumentado notablemente en todas las categorías de calificación, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, desde el estallido de las turbulencias financieras. Sin embargo, los incrementos más acusados se han observado en el caso de los emisores de bonos con calificación BBB, donde los diferenciales corregidos por

Gráfico A Diferenciales de renta fija, ajustados por opciones, de las sociedades no financieras en la zona del euro y en Estados Unidos

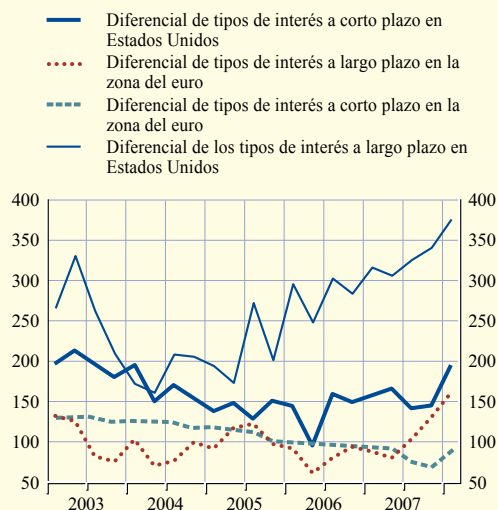
(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y Merrill Lynch.

Gráfico B Diferenciales de tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro y en Estados Unidos

(puntos básicos)

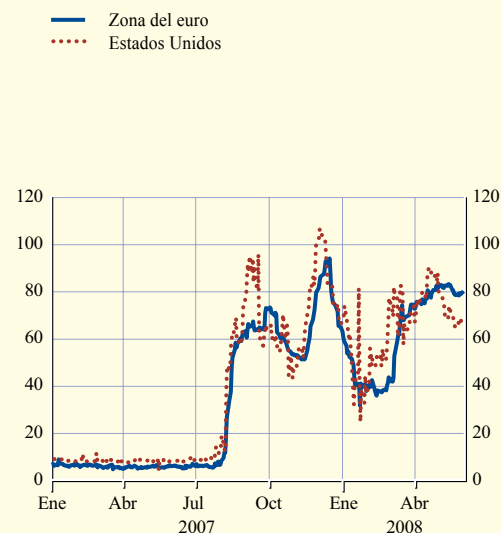


Fuentes: BCE y Reserva Federal.

Nota: Los diferenciales de tipos de interés a corto plazo se calculan utilizando el EURIBOR a tres meses en la zona del euro y el LIBOR a tres meses en Estados Unidos. En el caso de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo, se usan los rendimientos de la deuda pública a cinco años en el caso de la zona del euro y a tres años en el de Estados Unidos. El tipo de interés de los préstamos bancarios a corto plazo en Estados Unidos es una media simple entre las siguientes categorías: «intervalo cero», «diario», «entre 2 y 30 días», «entre 31 y 365 días». Los tipos de interés de los préstamos bancarios a largo plazo en Estados Unidos pertenecen a la categoría de «más de 365 días».

Gráfico C Diferenciales entre los tipos a tres meses del mercado monetario y los tipos de los swaps de índices a un día en la zona del euro y en Estados Unidos

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

Nota: El diferencial de la zona del euro se calcula como la diferencia entre el EURIBOR a tres meses y los tipos del EONIA swap. El diferencial en Estados Unidos se calcula como la diferencia entre el LIBOR a tres meses y los tipos de los swap de índices a un día.

la existencia de opciones (OAS, en sus siglas en inglés)¹ se han ampliado 115 puntos básicos en la zona del euro y más de 140 puntos básicos en Estados Unidos desde finales de junio del 2007 (véase gráfico A). Debe tenerse en cuenta, no obstante, que estos diferenciales se han calculado en función de los rendimientos de la deuda pública. Desde el comienzo de las turbulencias financieras, los flujos hacia la deuda pública como «refugio seguro» han contribuido a que el nivel de los rendimientos de este tipo de valores sea inferior de lo que cabría esperar en circunstancias normales². Además, dichos flujos hacia «refugios seguros» afectaron más a los movimientos experimentados por los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que también reflejaron la significativa relajación de la política aplicada por la Reserva Federal, lo cual podría explicar, en parte, el motivo por el que los diferenciales eran más amplios en Estados Unidos que en la zona del euro.

Si se analiza la evolución de los costes de la financiación bancaria, se observa que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo (con respecto a los tipos de interés de mercado comparables) de los préstamos a empresas en Estados Unidos han aumentado en torno a 30 puntos básicos desde finales de junio del 2007, mientras que se han mantenido estables, por lo general, en la zona del euro. Los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo se han incrementado en las dos zonas (véase gráfico B).

- 1 Estos diferenciales se ajustan de opciones implícitas consideradas en un bono con opción de recompra o de reventa, de efectos de cupón o de los efectos de reajuste del índice.
- 2 Véase también el recuadro 3 del Boletín Mensual de mayo del 2008.

La estabilidad general de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, y el pequeño aumento registrado en Estados Unidos, pueden obedecer al hecho de que, debido a las continuas tensiones en los mercados monetarios, el diferencial entre los tipos de interés a tres meses del mercado monetario y los *swaps* sobre tipos de interés a un día alcanzó un máximo de 80 puntos básicos, aproximadamente, en la zona del euro, y de 70 puntos básicos en Estados Unidos (véase gráfico C). Por tanto, los diferenciales entre los tipos a corto plazo de los préstamos y los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito se han mantenido en niveles reducidos, frente a los mayores incrementos del coste de financiación en los mercados mayoristas.

El aumento de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito podría reflejar, en última instancia, la subida de los costes de financiación de dichas entidades para suministrar fondos a las sociedades no financieras ubicadas a ambos lados del Atlántico. El gráfico D muestra que los diferenciales de los bonos emitidos por las entidades bancarias también se han incrementado desde finales de junio del 2007. Los aumentos fueron más pronunciados en Estados Unidos, donde estos diferenciales se ampliaron 210 puntos básicos, frente a sólo 120 puntos básicos en la zona del euro. Conviene señalar también que las distintas características de los productos también podrían influir puesto que, por ejemplo, los tipos de interés de los préstamos bancarios en Estados Unidos sólo incluyen los préstamos comerciales e industriales, mientras que en la zona del euro también comprenden los préstamos hipotecarios.

Gráfico D Diferenciales de la renta fija, ajustados por opciones, de las entidades de crédito en la zona del euro y en Estados Unidos



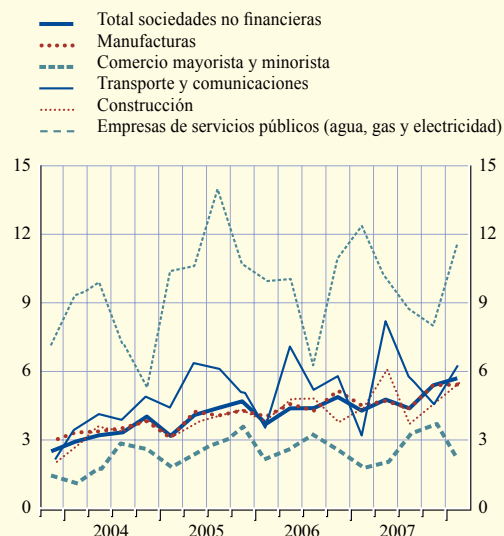
Fuentes: Bloomberg y Merrill Lynch.
Nota: Se excluyen los bancos de inversión.

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— creció en el primer trimestre del 2008, tras haber descendido ligeramente en el trimestre anterior (véase gráfico 30). Como en trimestres anteriores, parece que esta evolución estuvo impulsada, en un entorno de resultados macroeconómicos favorables, por el ritmo firme de crecimiento de las ventas, combinado con una moderación de los gastos de explotación, lo que permitió mantener la solidez de los flujos de caja. Por tanto, por el momento, no parece que las turbulencias financieras que comenzaron en el verano del 2007 hayan afectado significativamente al rendimiento económico y financiero de las empresas. Sin embargo, el aumento continuo de los gastos por intereses de las sociedades no financieras, debido tanto a la acumulación de deuda como a las subidas de los tipos de interés, incrementó la brecha entre el resultado de explotación y el resultado neto, medida en proporción a los ingresos. En cuanto a la evolución de la rentabilidad por sectores, la relación entre el resultado neto y las ventas de las sociedades no financieras cotizadas aumentó en la mayoría de los sectores de la economía, salvo en los de servicios y comercio al por mayor y al por menor. A pesar de esta evolución favorable, no puede descartarse que la reciente intensificación de la preocupación surgida por la subida de los precios del petróleo y de las materias primas tenga efectos negativos sobre los indicadores de beneficios en los próximos trimestres. En el recuadro 4 se analiza la evolución reciente de los beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro.

Gráfico 30 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizadas

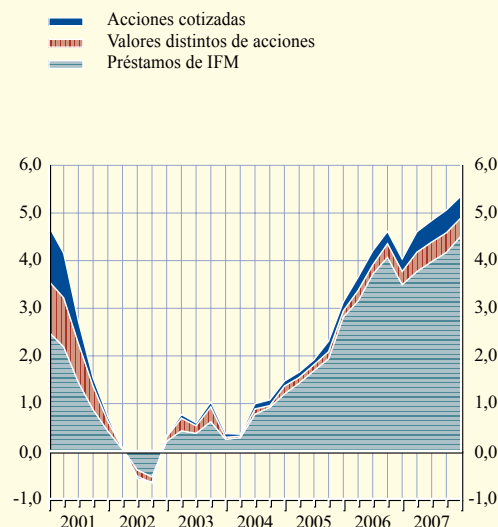
(resultado neto en relación con las ventas netas; datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico 31 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.

A pesar de la evolución favorable de la rentabilidad empresarial, las sociedades no financieras continuaron incrementando su financiación externa en el primer trimestre del 2008. La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras (incluidos préstamos concedidos por las IFM, valores distintos de acciones y acciones cotizadas) aumentó hasta el 5,4%, aproximadamente, frente al 5,1% del trimestre anterior (véase gráfico 31). En concreto, la contribución de la financiación mediante préstamos siguió en ascenso y la tasa de crecimiento correspondiente se situó en el 4,5% en el primer trimestre del 2008, mientras que la contribución de la financiación mediante valores distintos de acciones disminuyó ligeramente, hasta por debajo del 0,4%. Por último, la contribución de las emisiones de acciones cotizadas se mantuvo estable en el 0,5%. Si se analizan los agregados más amplios incluidos en las cuentas de la zona del euro, las cuales se encuentran disponibles hasta el cuarto trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación de las sociedades no financieras se redujo levemente hasta el 6,5% en el cuarto trimestre del 2007 (véase cuadro 5). Esta medida más amplia incluye también, dentro de las fuentes de financiación, las acciones no cotizadas, las reservas de los fondos de pensiones y otras cuentas pendientes de pago netas.

La información disponible sugiere que las empresas siguieron dependiendo de los recursos internos, ya que los beneficios no distribuidos mantuvieron una dinámica favorable, en línea con la trayectoria de los resultados. Teniendo también en cuenta la evolución del ahorro, la financiación y la inversión de las sociedades no financieras en el cuarto trimestre del 2007, la financiación captada por estas sociedades de la zona del euro a través de fuentes internas y mediante el recurso a la deuda, se destinó principalmente a financiar la formación bruta de capital fijo y —aunque en una medida algo menor que en trimestres anteriores— a inversión financiera (véase gráfico 32). A su vez, esta última estuvo impulsada, básicamente, por la inversión en acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión, lo que refleja la fortaleza constante de las fusiones y adquisiciones hasta el último trimestre.

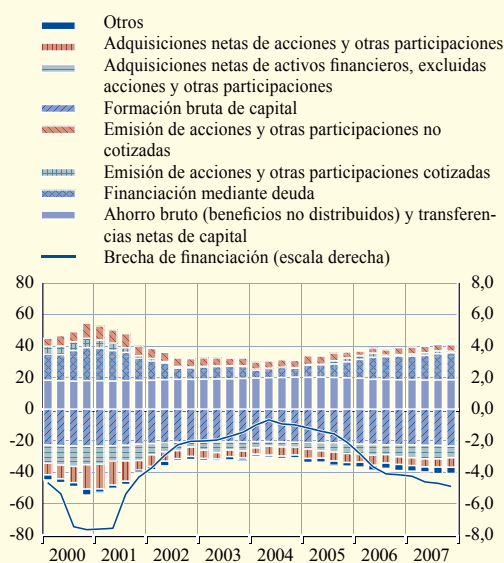
tre del 2007. Además, la continua adquisición de activos físicos se ha traducido en un aumento de la brecha financiera (inversión menos ahorro) de las sociedades no financieras de la zona del euro.

Si se analizan las distintas fuentes de financiación, se observa, que en abril del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras permaneció en niveles extraordinariamente sólidos, del 14,9%, escasamente por debajo del máximo histórico del 15% registrado en marzo del 2008 (véanse cuadro 5 y sección 2.1). En los últimos meses, la financiación mediante préstamos por parte del sector de sociedades no financieras se ha mantenido por encima de los máximos observados en ciclos anteriores, como la tasa de crecimiento interanual del 12% registrada en el tercer trimestre del 2000. Por tanto, las perturbaciones que surgieron en los mercados de crédito en el verano del 2007 no parecen haber afectado significativamente a la demanda de préstamos de las sociedades de la zona del euro, ni a la disposición de las entidades de crédito de proporcionar financiación. Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2008 indicaron un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, tanto en términos de precio como de las condiciones no relacionadas con el precio (véase un análisis detallado de esta encuesta en el recuadro 2 del Boletín Mensual de mayo del 2008). De acuerdo con la evidencia empírica, la dinámica de crecimiento de los préstamos suele responder a un cambio en los citados criterios de aprobación con un desfase de entre tres y cuatro trimestres.

En términos generales, no puede descartarse que el crecimiento de los préstamos se haya visto favorecido, al menos parcialmente, por otros factores no fundamentales, entre los que se incluyen un efecto de sustitución relacionado con una menor dependencia de la financiación de mercado, una mayor disposición de las líneas de crédito previamente contratadas y, en general, una anticipación a futuras necesidades de financiación en previsión de un nuevo endurecimiento de los tipos de interés. El descenso de las operaciones sindicadas y de las titulizaciones, junto con las alteraciones en los precios del mercado secundario de préstamos, también puede haber influido, obligando a algunas entidades a retener más exposiciones al riesgo en sus balances que en condiciones normales en el mercado. Sin embargo, aún teniendo en cuenta la parte del crecimiento del crédito no derivada de una demanda «auténtica» por parte de las empresas, el crecimiento de los préstamos en la zona del euro hubiera sido considerable en cualquier caso. No obstante, de acuerdo con la encuesta sobre préstamos bancarios, y por primera vez desde que se creó, la demanda neta de nuevos préstamos por parte de las empresas se tornó negativa en el primer trimestre del 2008, debido a dos conjuntos de factores. En primer lugar, dicha encuesta reflejó un descenso de la demanda neta de fondos para financiar la inversión en capital fijo y, aunque en menor medida, las existencias y el capital circulante. Además, la reducción de la demanda neta estuvo relacionada con una disminución de las fusiones y adquisiciones y de las reestructuraciones empresariales en

Gráfico 32 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

(variaciones porcentuales; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual					
	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Abr
Préstamos de IFM	12,6	13,2	14,0	14,5	15,0	14,9
Hasta un año	9,9	11,0	12,6	12,8	14,0	13,2
De uno a cinco años	18,5	19,9	20,3	22,0	21,9	21,1
Más de cinco años	12,1	12,2	12,5	12,8	13,1	13,7
Valores distintos de acciones	5,7	8,3	8,6	8,7	7,7	-
A corto plazo	7,9	18,6	21,3	29,1	25,6	-
A largo plazo, de las cuales ¹⁾	5,3	6,3	6,3	5,2	4,2	-
A tipo fijo	3,1	3,9	4,2	4,4	2,8	-
A tipo variable	20,9	19,9	19,2	10,7	12,0	-
Acciones cotizadas	0,8	1,2	1,2	1,3	1,2	-
Pro memoria²⁾						
Total financiación	5,9	6,0	6,4	6,5	-	-
Préstamos a sociedades no financieras	10,4	10,2	10,2	11,2	-	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	4,7	4,4	4,0	3,3	-	-

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.

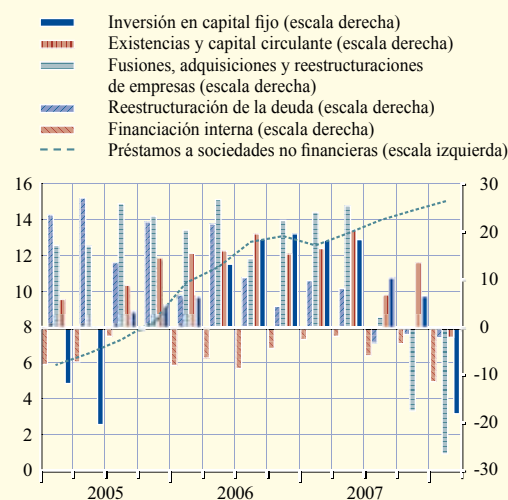
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

el primer trimestre del 2008, como consecuencia posiblemente del impacto de las turbulencias de los mercados financieros. De hecho, la información procedente de proveedores comerciales apunta a una caída significativa de las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo desde enero del 2008 (véase gráfico 33). De cara al futuro, cabe esperar una cierta desaceleración en el ritmo de expansión del crédito a las sociedades no financieras, en respuesta a la moderación del crecimiento y al endurecimiento de las condiciones de aprobación.

En relación con la financiación mediante deuda, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se redujo al 7,7% entre diciembre del 2007 y marzo del 2008. En el primer trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo (que constituyen menos del 20% del saldo vivo total) disminuyó 3,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 25,6%, mientras que la de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo descendió hasta el 4,2% (desde el 5,2% del

Gráfico 33 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)

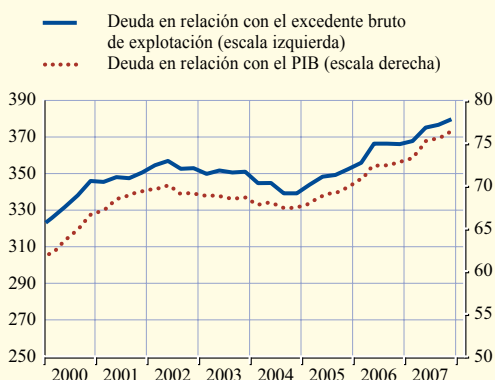


Fuente: BCE.

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.

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



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

Gráfico 35 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



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

trimestre anterior). Estas tasas de crecimiento interanual reflejan, en gran medida, efectos de base, debidos al extraordinario dinamismo de la actividad emisora durante el segundo trimestre y el mes de julio del 2007. De hecho, la evolución más reciente, medida por las tasas de crecimiento de tres y de seis meses anualizadas desestacionalizadas, muestra una desaceleración considerable de la actividad emisora, especialmente en los plazos largos, que obedece tanto al aumento de los rendimientos de la renta fija privada como a la reducción de las operaciones de fusión y adquisición.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, que es reflejo, en gran medida, de las titulizaciones realizadas por las instituciones financieras, permaneció en niveles elevados, a pesar de haber experimentado una acusada caída en marzo del 2008, hasta situarse en el 21,1%, frente al 28,9% de diciembre del 2007. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada correspondiente al total de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias muestra una disminución incluso más notable, hasta el 12,8%, en marzo del 2008. Parece que esta ralentización refleja el nivel limitado de actividad en el mercado de titulización, la menor propensión de los inversores a adquirir instrumentos de financiación estructurada y el pronunciado aumento del precio de mercado del riesgo de crédito.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 1,2% en el primer trimestre del 2008, manteniéndose en niveles moderados en términos históricos. En dicho trimestre, el deterioro de la confianza de los inversores y la evolución negativa de los mercados bursátiles influyeron de forma adversa en las emisiones de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras.

POSICIÓN FINANCIERA

La constante demanda de financiación mediante deuda por parte de las sociedades no financieras se tradujo en un nuevo aumento de la deuda en relación con el PIB y de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación de este sector en el primer trimestre del 2008, situándose estas ratios en el 76% y el 379%, respectivamente (véase gráfico 34). Como consecuencia del efecto combinado de

las subidas de los tipos de interés y de los niveles de deuda, la carga de intereses de las sociedades no financieras volvió a aumentar en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras se mantuvo estable en el cuarto trimestre del 2007, al igual que ocurrió en líneas generales, en el segundo y en el tercer trimestre, interrumpiendo así una tendencia a la baja que se había manifestado desde el primer trimestre del 2003.

En general, el fuerte y continuo crecimiento del crédito a las sociedades no financieras no confirma, por el momento, la aparición de restricciones financieras significativas. Al mismo tiempo, el constante crecimiento de la deuda y el aumento de la carga de intereses, junto con el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito en el caso de las empresas, apuntan a un cierto deterioro de la situación financiera del sector empresarial de la zona del euro, aunque contrarrestado por la evolución todavía sólida de la rentabilidad.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

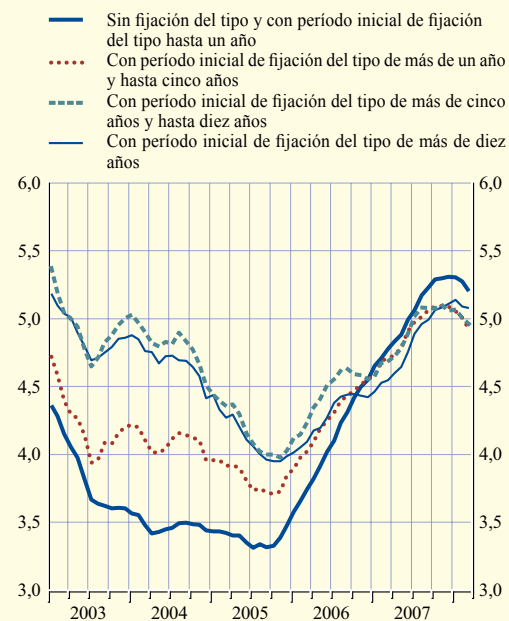
En el primer trimestre del 2008, la evolución de las condiciones de financiación para los hogares fue dispar. Por una parte, se redujeron los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y, por otra, se produjo un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión de todas las categorías de préstamos a hogares. La evolución del endeudamiento de los hogares continuó ralentizándose en el primer trimestre del 2008, y el aumento del saldo de la deuda fue menor. Esta desaceleración del crecimiento de los préstamos a hogares está en consonancia con la tendencia observada desde el primer trimestre del 2006 y no parece que vaya a producir un efecto moderador como consecuencia de las turbulencias de los mercados financieros.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una ligera moderación en el primer trimestre del 2008 (véase gráfico 36), que fue generalizada en toda la curva de rendimientos. La estructura temporal de los tipos de interés de estos préstamos se mantuvo invertida, prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior, con un diferencial medio de 16 puntos básicos, aproximadamente, entre los tipos de interés de los préstamos con un período inicial de fijación corto (es decir, hasta un año) y aquellos con un período inicial de fijación largo (es decir, superior a diez años).

Gráfico 36 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.

Los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo aumentaron ligeramente (para todas las duraciones del período inicial de fijación del tipo) en el primer trimestre del 2008, en comparación con las medias registradas en el cuarto trimestre del 2007. Los tipos de interés del crédito al consumo con período inicial de fijación hasta un año se incrementaron 20 puntos básicos, aproximadamente, una subida más significativa que la experimentada por los tipos de interés con período inicial de fijación de más de cinco años (que fue de 12 puntos básicos).

Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos (tanto del crédito al consumo como de los préstamos para adquisición de vivienda) y los tipos de interés de referencia del mercado para plazos comparables se incrementaron en el primer trimestre del 2008 con respecto al último trimestre del 2007, debido, en gran medida, a las disminuciones de los respectivos tipos de interés de mercado tras las tensiones de final del año. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la disminución de los tipos de referencia fue más acusada que la reducción de los tipos de interés de los préstamos. Los tipos de interés del crédito al consumo subieron en el primer trimestre del 2008 en comparación con el trimestre anterior, lo cual, combinado con la evolución de los tipos de mercado, explica los aumentos observados en los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de referencia del mercado.

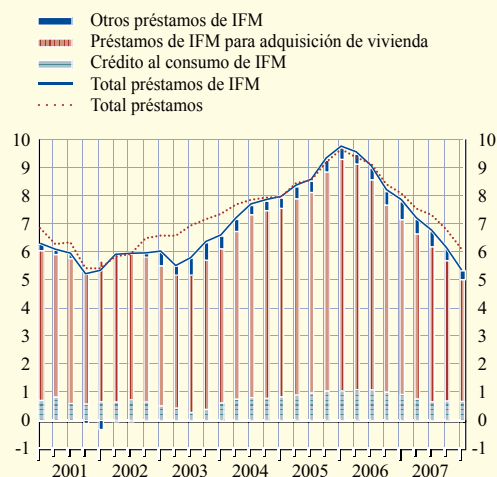
Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2008 señalaron, en general, un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares (tanto préstamos para adquisición de vivienda como crédito al consumo). Este endurecimiento se llevó a cabo, en parte, mediante condiciones no relacionadas con el precio, como una relación más baja entre el principal y la garantía o mayores exigencias en relación con las garantías. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento de los criterios de aprobación, por una parte, y la bajada de los tipos de interés, por otra, pueden aportar una evidencia heterogénea en lo que respecta a las condiciones de financiación aplicadas a los hogares. Sin embargo, la citada encuesta también indica que este endurecimiento se atribuyó, principalmente, a la evaluación realizada por las entidades de las perspectivas económicas y de la solvencia de los prestatarios, ya que la percepción es que las condiciones cíclicas se están deteriorando. En la medida en que estos factores se han traducido en una reducción del riesgo que entrañan los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, puede explicarse, en parte, la moderación observada en los tipos de interés de los préstamos.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo hasta el 6,8% en el cuarto trimestre del 2007, desde el 7,3% del tercer trimestre (véase gráfico 37). Esta disminución adicional fue consecuencia, principalmente, de la caída de la tasa de crecimiento interanual de

Gráfico 37 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 primer trimestre del 2008 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

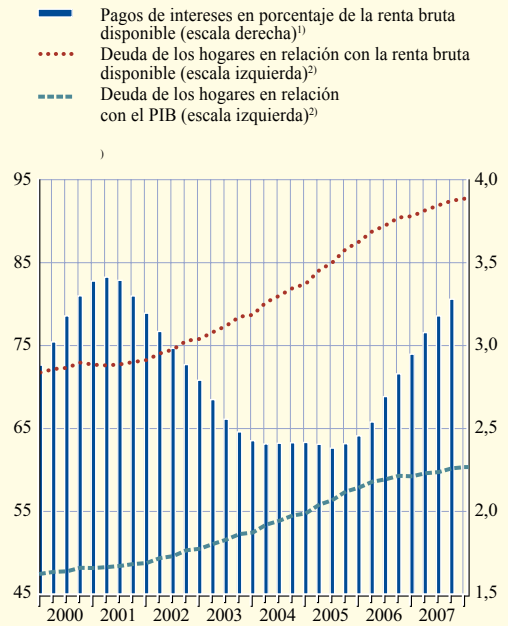
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

Gráfico 39 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 primer trimestre del 2008.
2) Los datos del último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

los préstamos concedidos por las IFM. 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 a dicho sector. Los datos disponibles sobre los préstamos de las IFM indican que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares mantuvo su tendencia a la baja en el primer trimestre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares se situó en el 5,2% en abril del 2008, tras haber registrado niveles del 5,9% en el primer trimestre del 2008 y del 6,6% en el cuarto trimestre del 2007. El descenso registrado en la citada tasa en los últimos meses coincide con la tendencia a la baja observada desde principios del 2006 y refleja, en gran parte, las subidas de los tipos de interés a corto plazo y, en algunos países de la zona del euro, una ralentización de la actividad del mercado de la vivienda y de la evolución de los precios de los inmuebles residenciales. Por el momento, parece que la moderación del crecimiento del endeudamiento de los hogares no es consecuencia de las turbulencias de los mercados financieros, al menos no más allá de los posibles efectos indirectos de dichas turbulencias a través de su impacto en los factores determinantes de la demanda de crédito.

La moderación del crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares es atribuible, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento del endeudamiento para adquisición de vivienda (que se situó en el 5,9% en abril del 2008, frente al 6,7% del primer trimestre del 2008

y al 7,7% del cuarto trimestre del 2007). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantuvo casi sin variación en el 5,2% en abril del 2008, tras haberse situado en el 5,3% en el primer trimestre del 2008 y en el último trimestre del 2007.

Del lado del activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total experimentó una nueva disminución y se situó en el 3,2% en el cuarto trimestre del 2007, frente al 3,6% del tercer trimestre (véase gráfico 38). Este resultado refleja una caída en la contribución de las acciones y otras participaciones, de las reservas técnicas de seguro y de otros activos financieros, mientras que la aportación de la inversión en efectivo y depósitos y en valores distintos de acciones prácticamente no varió. En conjunto, en el último trimestre del 2007, la inversión en efectivo y depósitos representó más de la mitad del crecimiento interanual de la inversión financiera del sector hogares, una contribución muy superior a la de años anteriores.

POSICIÓN FINANCIERA

El crecimiento de la deuda de los hogares en relación con la renta bruta se redujo como consecuencia de la moderación del endeudamiento neto de los hogares (véase gráfico 39). La deuda en relación con la renta y la deuda en relación con el PIB volvieron a incrementarse ligeramente en el primer trimestre del 2008, hasta situarse en torno al 93% y al 60%, respectivamente. La carga de intereses (medida en porcentaje de la renta disponible) continuó aumentando hasta situarse en el 3,3% en el cuarto trimestre del 2007. Al mismo tiempo, el saldo de deuda de los hogares de la zona del euro sigue siendo bastante moderado en términos internacionales, particularmente si se compara con Estados Unidos o el Reino Unido.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se ha mantenido por encima del 3% en los siete últimos meses. Se estima que se situó en el 3,6% en mayo del 2008, frente al 3,3% del mes anterior, en un contexto de continua escalada de los precios de la energía y de crecimiento todavía intenso de los precios de los alimentos. Este crecimiento ha generado también la formación de presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción, cuyos efectos no se han trasladado todavía enteramente a los consumidores. Tras registrarse una evolución moderada de los costes laborales en el 2007, se está observando cierta aceleración del crecimiento salarial en el primer trimestre del 2008. De cara al futuro, según se prevé en los mercados de futuros del petróleo y de las materias primas alimentarias, con toda probabilidad la inflación medida por el IAPC se mantendrá por encima del 3% durante cierto tiempo, antes de moderarse de forma gradual en el 2009. Las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema sitúan la inflación media interanual medida por el IAPC entre el 3,2% y el 3,6% en el 2008 y entre el 1,8% y el 3% en el 2009. Estas proyecciones se basan en el supuesto de que se modere el crecimiento reciente de los precios del petróleo y de otras materias primas en el horizonte considerado, en línea con los precios de los contratos de futuros, y que no se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados sobre los salarios.

Los riesgos para las perspectivas de precios a medio plazo siguen siendo claramente alcistas y han vuelto a crecer. Dichos riesgos incluyen, en particular, la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, así como de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Existe también una fuerte preocupación de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas. La capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, como partes del sector servicios, podría ser mayor de lo esperado. Asimismo, el crecimiento de los salarios podría ser más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva, las tensiones en los mercados de trabajo y el riesgo de efectos de segunda vuelta.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repuntó marcadamente en mayo del 2008, volviendo al máximo del 3,6% alcanzado en marzo, frente al 3,3% de abril (véase cuadro 6). Salvo por una reducción transitoria registrada en abril, como consecuencia, en gran parte, de factores puntuales que afectaron a los precios de los servicios, la inflación de la zona del euro se ha elevado de forma continua desde el pasado otoño. Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de mayo, es probable

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 Dic	2008 Ene	2008 Feb	2008 Mar	2008 Abr	2008 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,3	3,6
Energía	7,7	2,6	9,2	10,6	10,4	11,2	10,8	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,1	3,3	3,3	3,8	3,1	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	5,1	5,9	6,5	6,8	7,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,5	2,4	2,8	2,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	4,4	5,0	5,4	5,8	6,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	62,8	62,4	64,1	66,1	69,8	80,1
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	1,4	10,4	15,0	10,3	5,8	6,0

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

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

que este nuevo aumento de la inflación haya sido provocado, principalmente, por una subida adicional de los precios de la energía, reflejo del incremento de los precios del petróleo registrado en las últimas semanas y de una elevación todavía acusada de los precios de los alimentos.

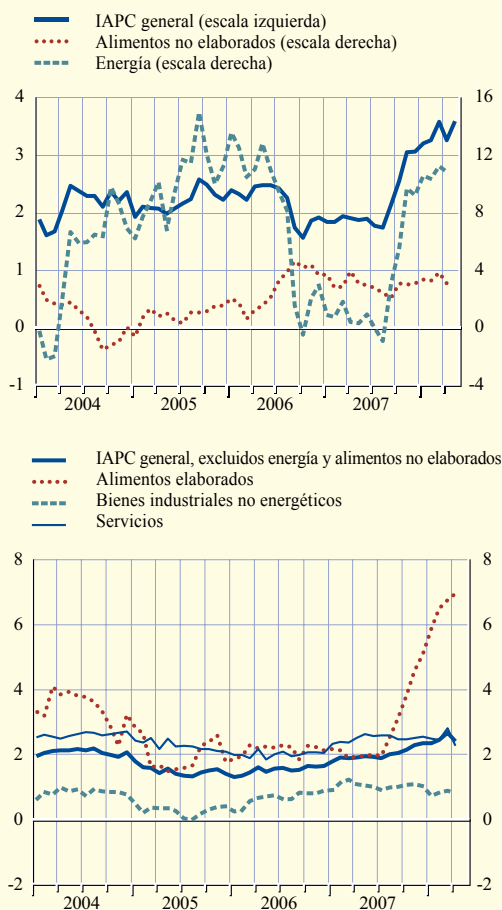
En abril del 2008, la tasa de variación interanual del IAPC descendió con respecto al mes anterior, situándose en el 3,3%. Sin embargo, se mantuvo próxima a los elevados niveles alcanzados a comienzos del 2008 (con una media del 3,4% en el primer trimestre). Este descenso fue debido, fundamentalmente, a una notable reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, mientras que los precios de la energía y de los alimentos contribuyeron sustancialmente a la inflación interanual medida por el IAPC general (véase gráfico 40).

En el mes de abril, los precios de la energía registraron una tasa de variación interanual del 10,8%, comparable a la media del primer trimestre del 2008, pero muy superior a la media del 2,6% observada en el 2007. Al igual que en meses anteriores, la apreciación del euro compensó, en parte, el fuerte aumento de los precios del crudo. Una nueva ampliación del margen del refino de gasóleo puede haber contribuido también a la reciente subida de los precios al por menor de la energía en la zona del euro, mientras que el margen del refino de gasolina se ha mantenido relativamente moderado.

El otro factor determinante de la inflación de abril fue, nuevamente, la evolución de los precios de los alimentos, que han mostrado una continua tendencia al alza desde mediados del 2007, como consecuencia de la subida de los precios de algunas materias primas agrarias en los mercados internacionales, provocada por una combinación de factores que repercuten tanto en la oferta como en la demanda (véase también el recuadro titulado «¿A qué obedece la escalada de los precios mundiales de los alimentos?», en este Boletín Mensual). Al nivel de los consumidores de la zona del euro, la evolución reciente de los precios de los alimentos a escala mundial ha afectado, principalmente, a la inflación en los precios de los alimentos elaborados, que ha vuelto a aumentar en términos interanuales en abril, elevándose hasta un nuevo máximo, el 7%, desde la ya alta tasa media de variación del 6,4% registrada en el primer trimestre del 2008. Una vez más influyeron las fuertes subidas interanuales de todos los subcomponentes. Sin embargo, desde el inicio del año se ha venido observando cierta moderación en las tasas de variación intermensual de los precios de varios alimentos elaborados, en particular los cereales y los productos lácteos. Aunque ello podría señalar cierta reducción de las presiones sobre los precios de las materias primas alimentarias, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se mantendrá probablemente muy por encima de su media histórica durante algún tiempo. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, que se ha visto escasamente afectada por la perturbación mundial de los precios

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de los alimentos, ha registrado subidas más modestas en los últimos meses. En efecto, en abril esta tasa descendió al 3,1%, nivel comparable a su media del 2007. La mayor parte de la volatilidad del componente de alimentos no elaborados procede de las fluctuaciones estacionales de los precios de las frutas y hortalizas, que se mantuvieron en abril generalmente en línea con su perfil habitual. Aunque el crecimiento de los precios de consumo del subcomponente de carne (que representa la mitad de la ponderación de los alimentos no elaborados) ha registrado cierta aceleración desde mediados del 2007, hasta el momento no existen claros indicios de que se estén trasladando a los consumidores las fuertes presiones sobre los costes inducidas por la reciente escalada de los precios de producción de los piensos.

Si se excluyen los alimentos (elaborados y no elaborados) y la energía, la tasa de variación interanual del IAPC disminuyó al 1,6% en abril, desde el 2% de marzo, como resultado, en gran medida, de un considerable descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios (hasta el 2,3%, desde el 2,8% del mes anterior), originado por factores transitorios que afectaron a algunos subcomponentes. En primer lugar, se observó una reversión del efecto de la fecha temprana en que cayó la Semana Santa este año, como consecuencia de la cual los precios de los servicios relacionados con las vacaciones subieron en marzo. En segundo lugar, la introducción de tasas universitarias en Alemania en abril del 2007 produjo un efecto de base favorable. Por lo que se refiere a la volatilidad a corto plazo derivada de efectos de calendario y efectos de base, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios ha oscilado en torno al nivel relativamente elevado del 2,5% desde comienzos del 2007, como resultado de la incidencia al alza del aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero del año pasado. Sin embargo, ello ocultó una evolución divergente de las distintas subcategorías de servicios, al existir distintas fuentes de presiones sobre los precios. En particular, la elevación de la inflación parece haberse acentuado recientemente en los servicios de transporte y en algunos servicios recreativos y personales (incluidos los de hostelería), reflejo de las actuales presiones de costes, resultantes de la subida de los precios de la energía y de los alimentos.

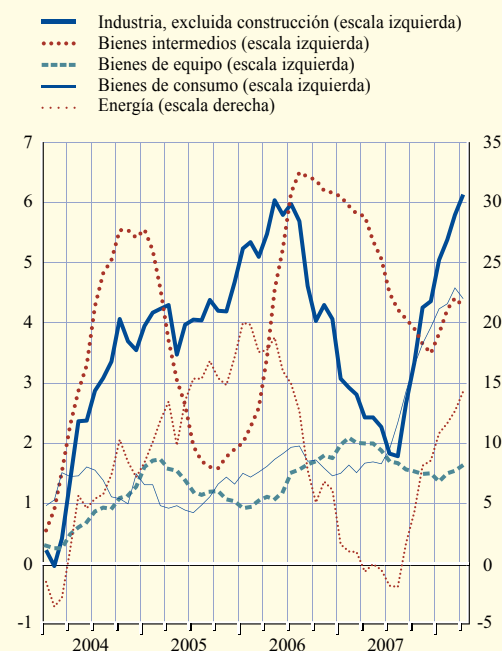
La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8% en abril, prácticamente sin cambios con respecto a marzo. Desde el inicio del 2008, esta tasa se ha mantenido ligeramente por debajo de la tasa media de variación de cerca del 1% observada en el 2007. Pese al aumento de las presiones internas sobre los costes de los bienes intermedios y a una elevada tasa de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, esta persistente moderación en términos agregados parece ser resultado de factores de signo contrario. Por un lado, la subida de los precios del petróleo y de las materias primas industriales ha incrementado las presiones sobre los costes de algunos bienes manufacturados (como los repuestos para automóviles, los muebles y la joyería, que representan cerca del 13% de la ponderación de los bienes industriales no energéticos), cuyo aumento parece haber sido trasladado a los precios de consumo. Por otro lado, las presiones inflacionistas externas fueron atemperadas por la apreciación del euro, que contribuyó a mitigar el aumento de los precios de importación de los bienes de consumo, y por la fuerte competencia interna e internacional, que limitó la transmisión del alza de los costes de los bienes intermedios. Además, los actuales avances técnicos han dado lugar a aumentos de precios muy moderados (o incluso a precios más bajos, una vez ajustados de mejoras de la calidad) para los bienes eléctricos y electrónicos. Por último, el rápido crecimiento de la productividad en la industria ha frenado el crecimiento de los costes laborales unitarios y la evolución de los precios de los bienes industriales.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los actuales aumentos de los precios del petróleo, de los alimentos y de las materias primas industriales siguen suponiendo la formación de presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de pro-

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

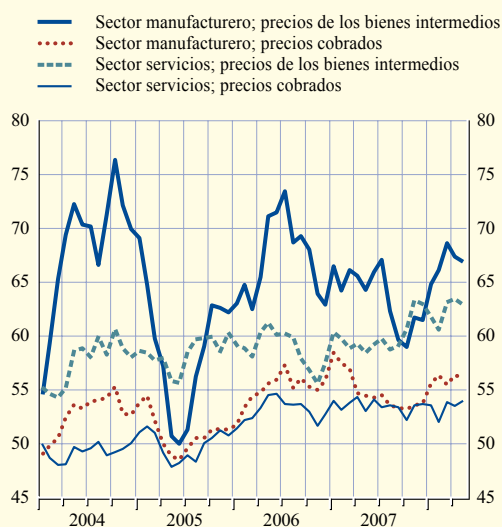
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 42 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.

ducción. En abril, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, volvió a subir, hasta el 6,1%, desde el 5,8% de marzo (véase gráfico 41). Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en meses anteriores, este aumento fue debido, casi enteramente, a una nueva fuerte subida de los precios industriales de la energía, que elevó la tasa de variación interanual hasta el 14,3%. Si se excluyen la energía y la construcción, los precios industriales aumentaron un 3,7%, una tasa elevada pero ligeramente inferior a la del mes anterior. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó levemente en abril, pero la evolución a corto plazo de este componente sugiere la existencia de crecientes presiones en las primeras fases de la cadena de producción. Estas presiones proceden del alza de los precios de las materias primas industriales y reflejan también el aumento de los costes de flete, debido, en parte, al encarecimiento del petróleo. En fases más adelantadas de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo alimentario se redujo ligeramente en abril, hasta el 9,8%, desde su máximo histórico del 10,1% alcanzado en marzo. Este primer descenso en términos interanuales desde el inicio de la perturbación de los precios de los alimentos a mediados del 2007 fue reflejo de una importante desaceleración registrada en abril en la tasa de variación intermensual de los precios de producción de los alimentos, que ha venido mostrando una tendencia a la baja desde noviembre del 2007. Esta desaceleración señala, probablemente, cierto alivio de la presión sobre los precios al por menor de los alimentos, aunque la tasa de variación interanual de la inflación en los precios de los alimentos podría permanecer en niveles elevados durante cierto tiempo, dado que las presiones latentes existentes no se han trasladado todavía integralmente a los precios de consumo de los alimentos. Si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se mantuvo estable en torno a la tasa media registrada desde comienzos del 2007, lo que sugiere una moderada transmisión del alza de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

A su vez, ello debería suponer una evolución moderada de los precios de los bienes industriales no energéticos. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se elevó ligeramente en abril, aunque permaneció por debajo de su media del 2007.

La persistencia de elevadas presiones inflacionistas a corto plazo, probablemente generadas por las subidas de los precios de la energía, los alimentos y las materias primas, parece haberse visto confirmada por los datos sobre fijación de precios por las empresas, procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras (véase gráfico 42). Los indicadores de costes de los bienes intermedios se han mantenido en niveles muy altos en los sectores de manufacturas y servicios en los últimos meses, pese a la ligera reducción registrada en mayo. El índice de precios cobrados no experimentó prácticamente cambios en ambos sectores, lo que señala una elevada tasa de crecimiento en términos históricos, ya que las empresas parecen seguir trasladando el alza de algunos de los costes a los clientes. Sin embargo, la evolución relativa de los dos indicadores, con una mayor aceleración del crecimiento en los costes de los bienes intermedios que en los precios cobrados en ambos sectores, sugiere que no se han trasladado todavía todas las subidas de los precios de los bienes intermedios a los clientes.

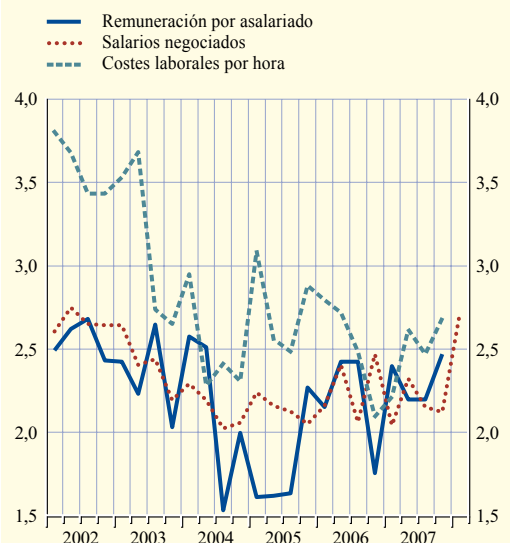
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Tras observarse una evolución moderada de todos los indicadores de costes laborales de la zona del euro en el 2007, con un cierto repunte hacia el final del año, los últimos datos disponibles apuntan a una fuerte aceleración del crecimiento de los costes laborales a principios del 2008 (véase cuadro 7).

En el primer trimestre del 2008, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se elevó al 2,7%, frente a la media del 2,2% observada en el 2007, lo que representa la mayor aceleración registrada por este indicador desde comienzos de los años noventa (véase gráfico 43). Este

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

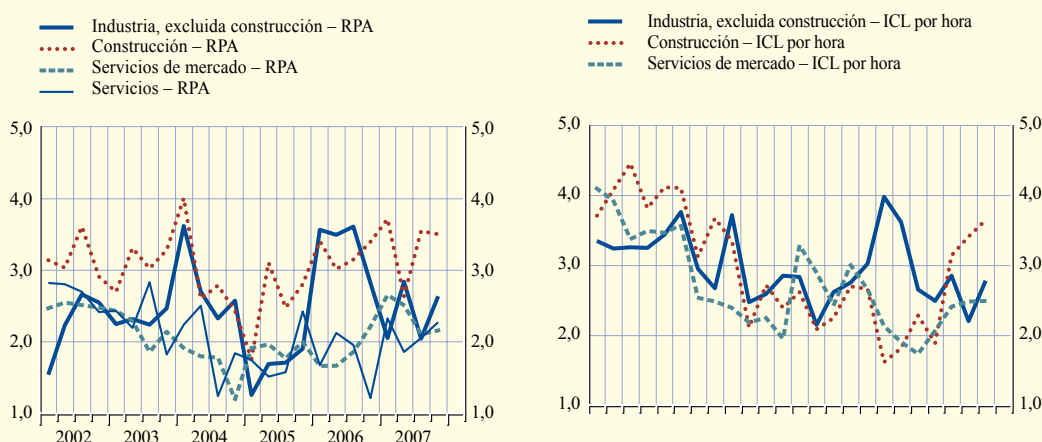
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 44 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.

aumento fue consecuencia de las marcadas subidas contempladas en los acuerdos salariales de algunos países (en particular, Alemania, Italia y los Países Bajos) y podría reflejar las mejoras observadas en los mercados de trabajo en los últimos años.

Los costes laborales unitarios de la zona del euro han aumentado de forma moderada en los últimos años, como resultado, en gran medida, de la moderación salarial observada en Alemania. Sin embargo, en el 2007 los costes laborales unitarios de la zona del euro se elevaron desde el 1% del primer trimestre hasta el 2% del cuarto trimestre, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo y del incremento de la remuneración por asalariado registrado en el transcurso del año.

Por lo que se refiere a la evolución por sectores, el aumento del crecimiento de los costes laborales en el 2007 fue particularmente acusado en el sector servicios, que registró una evolución muy moderada de la productividad (véanse gráfico 44 y recuadro 6).

Recuadro 6

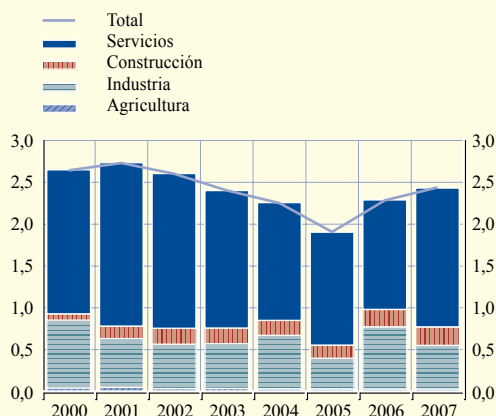
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS Y DE LOS COSTES LABORALES DE LA ZONA DEL EURO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

En este recuadro se analiza la evolución reciente de los salarios y de los costes laborales por sectores de la economía. El seguimiento de la evolución de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad proporciona una visión más precisa de la evolución general de los costes laborales. Además, en la medida en que existen efectos de contagio de los salarios entre sectores, este análisis puede ayudar a calibrar la posible formación de presiones salariales en el mercado de trabajo de la zona del euro.

El gráfico A muestra que, tras tocar fondo en el 2005, época en la que bajó hasta niveles inferiores al 2%, el crecimiento total de los salarios, medido por la tasa de crecimiento anual de la remuneración

Gráfico A Contribución de los principales sectores de la economía al crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado

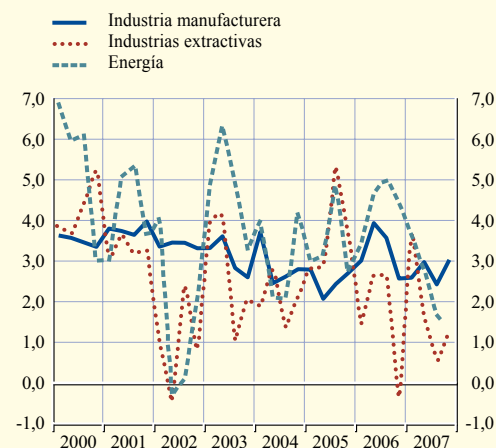
(tasas de variación anual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Costes laborales por hora en la industria

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

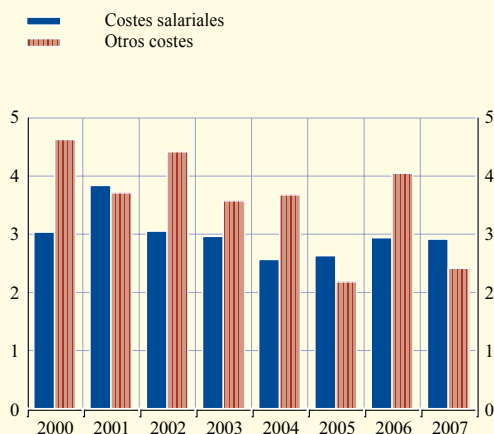
por asalariado, parece haber repuntado gradualmente, hasta alcanzar el 2,3%, como promedio, en el 2007. En cifras agregadas, el crecimiento de los salarios se aceleró menos de 0,1 puntos porcentuales entre el 2006 y el 2007. Sin embargo, esta pequeña aceleración oculta una evolución divergente de las distintas ramas de actividad. En particular, un incremento significativo de la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado en el sector servicios y, en menor medida, en la construcción, se vio ampliamente compensado con una importante desaceleración del crecimiento en la industria, que descendió en promedio desde el 3,2% observado en el 2006 hasta el 2,4% registrado en el 2007.

Utilizando los índices de costes laborales¹ se obtiene un mayor grado de detalle, que permite precisar algo más la disminución del crecimiento salarial observada en la industria en el 2007 (véase gráfico B). Esta reducción parece haber sido acentuada por un descenso muy acusado del crecimiento de los salarios en algunos subsectores industriales (concretamente, en la energía y las industrias extractivas, que representan en conjunto el 7% de la remuneración total del sector industrial). Sin la contribución de estos dos subsectores, la desaceleración del crecimiento salarial en la industria hubiera sido más moderada en el 2007. Por otra parte, la reducción del crecimiento de los costes laborales por hora en la industria manufacturera fue reflejo de la disminución de las cotizaciones sociales; el crecimiento de los costes salariales, que no incluye las cotizaciones sociales a cargo de las empresas, se mantuvo constante (véase gráfico C). De una forma más general, parece que las medidas encaminadas a reducir las cotizaciones sociales en varios países de la zona del euro contribuyeron a contener la evolución de los costes laborales en el 2007, especialmente en la industria.

¹ La evolución de los salarios de la zona del euro por ramas de actividad se puede evaluar utilizando dos indicadores: la remuneración por asalariado (RPA) y el indicador de costes laborales (ICL) por hora. El ICL permite una mayor desagregación por sectores. Sin embargo, hay que tener en cuenta dos hechos. En primer lugar, dado que el ICL se basa en datos por hora, mientras que la RPA se calcula en términos de asalariado, las principales diferencias entre las dos series pueden explicarse por una evolución distinta de las horas trabajadas y del empleo. Por ejemplo, una reducción del número de horas trabajadas por asalariado supone, de forma automática, una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado menor que la de los costes laborales por hora. En segundo lugar, unos datos más desagregados son generalmente proclives a una mayor volatilidad. Sin embargo, los dos indicadores tienden a mostrar cierta correlación en sus movimientos, lo que permite contrastar la información. Para más detalles sobre el tema, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

Gráfico C Crecimiento de los costes laborales por hora en la industria manufacturera

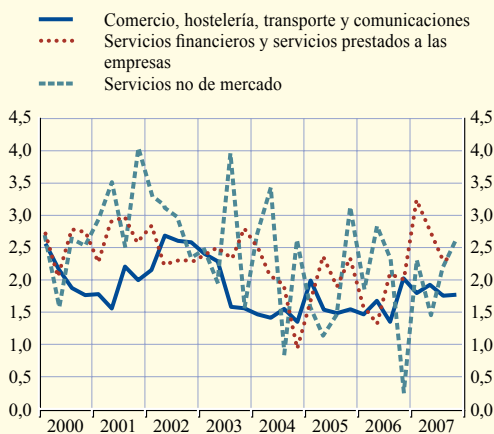
(tasas de variación anual)



Fuente: Eurostat.

Gráfico D Crecimiento de la remuneración por asalariado en los servicios

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

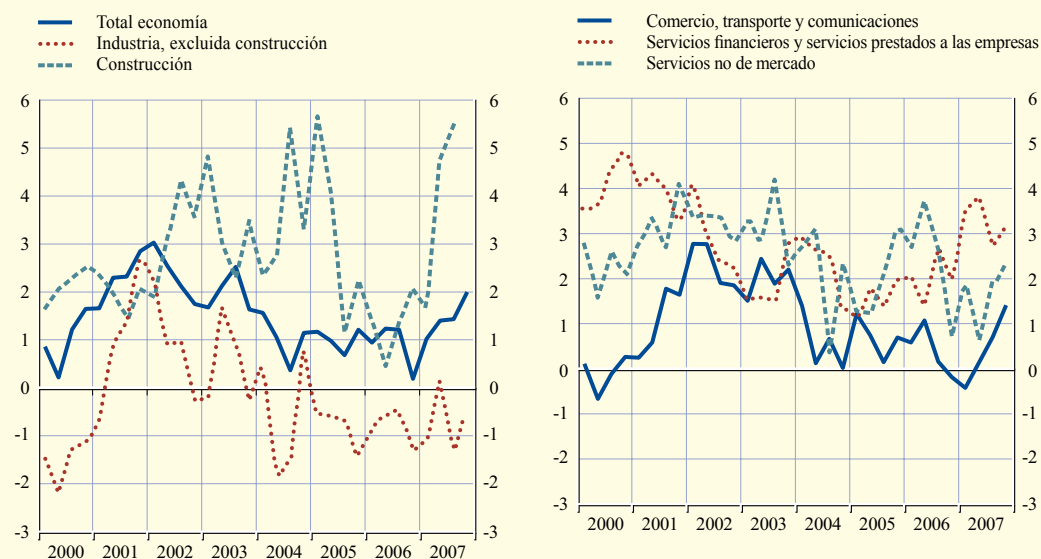


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En contraste con el sector industrial, en el sector servicios la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado experimentó un pronunciado aumento, del 2,3%, en el 2007, frente al 1,8% del año precedente. Aunque fue común a todos los subsectores de servicios, esta aceleración se puede atribuir, en buena medida, a los servicios financieros y los servicios prestados a las empresas, cuya contribución creció de forma significativa en el 2007, en comparación con la de años anteriores. En

Gráfico E Evolución de los costes laborales unitarios por ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las categorías representadas corresponden a las ramas de actividad de la NACE Rev.1: total economía (A-P), industria, excluida construcción (C-E), construcción (F), comercio, hostelería, transporte y comunicaciones (G-I), intermediación financiera, actividades inmobiliarias y servicios prestados a las empresas (J-K), y servicios no de mercado (L-P).

particular, en el primer trimestre del 2007 se produjo un repunte puntual originado por el pago de primas extraordinarias en el sector bancario francés (véase gráfico D). La evolución de las ramas de comercio, hostelería, transporte y comunicaciones apunta a un incremento sostenido del crecimiento medio de los salarios en el 2007, pese al efecto claramente moderador de la reducción de las cotizaciones sociales, que se observó especialmente en la hostelería. Por último, es muy difícil determinar un perfil de crecimiento salarial en el sector de servicios no de mercado, dado que esta serie ha mostrado una marcada volatilidad en los últimos años. En el 2007, esta volatilidad ha estado asociada, en particular, a unas circunstancias específicas del sector público italiano. Las medias anuales sugieren que, aunque se mantiene ligeramente por debajo del crecimiento salarial de los servicios de mercado, el crecimiento de los salarios en los servicios no de mercado registró un leve aumento en el 2007.

Finalmente, el crecimiento salarial en la construcción contribuyó también a la elevación del crecimiento total de los salarios observado en el 2007, año en el que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado en la construcción se situó en el 3,3%, es decir, 0,1 puntos porcentuales por encima de la registrada el año anterior. En general, desde el principio de esta década el crecimiento salarial en la construcción ha sido intenso y sistemáticamente superior al del resto de la economía.

En general, la evolución reciente por ramas de actividad confirma el perfil de aumento suave pero constante del crecimiento total de los salarios en los dos últimos años. Sin embargo, para valorar las presiones inflacionistas, es preciso examinar la evolución del crecimiento salarial junto al comportamiento de la productividad, es decir, en términos de evolución de los costes laborales unitarios. El gráfico E indica que todos los sectores de la economía han presentado un perfil general común de moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios entre el 2002 y el 2006. Por lo que se refiere al total de economía, el repunte de la productividad registrado en el 2006 compensó el ligero aumento de la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado, moderando así el crecimiento de los costes laborales unitarios. Sin embargo, en el 2007 el notable incremento del crecimiento de los costes laborales unitarios (un 1,5%, en promedio) estuvo determinado, en gran medida, por la evolución del sector servicios, en el que la productividad mostró un comportamiento más moderado. Por otra parte, la combinación de un vigoroso crecimiento salarial y una modesta evolución de la productividad del trabajo en la construcción originó un fuerte repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios en este sector. Por el contrario, en el sector industrial el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantuvo en valores negativos de forma generalmente constante.

Si se une la información anterior a la procedente de otros indicadores disponibles de costes laborales, se observa que el crecimiento de los costes laborales se ha elevado en los dos últimos años, especialmente en el sector servicios y en los últimos trimestres. De cara al futuro, el indicador de salarios negociados de la zona del euro muestra señales de una marcada aceleración en el 2008. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,7% en el primer trimestre del 2008, frente a una media del 2,2% en el 2007. Esta aceleración refleja probablemente persistentes tensiones en el mercado de trabajo, la desaparición de la moderación salarial observada anteriormente en algunos países o sectores (especialmente, en el sector público) y/o la eliminación gradual de las medidas orientadas a reducir las cotizaciones sociales. Así pues, a fin de poder valorar los posibles riesgos para la inflación, será necesario realizar un estrecho seguimiento de la evolución de los salarios en un futuro próximo.

De cara al futuro, se espera que la aceleración del crecimiento de los costes laborales perdure en el 2008, como consecuencia de la eliminación gradual de las políticas encaminadas a reducir las cotizaciones sociales y del aumento del crecimiento efectivo de los salarios. Entre los factores determinantes de la aceleración del crecimiento salarial, cabe destacar las tensiones en los mercados de trabajo, que refuerzan la posición de los sindicatos en las negociaciones salariales, la elevada utilización de la capacidad productiva y la desaparición de la anterior moderación salarial (especialmente en Alemania). Además, existe el riesgo de que las recientes subidas de los precios de la energía y de los alimentos puedan trasladarse a la percepción de la inflación por parte de los consumidores y a sus expectativas de inflación en algunos países. Por último, existe una forma de indiciación automática de los salarios del sector privado en algunos países de la zona del euro (para más información sobre los mecanismos de indiciación de los salarios en los países de la zona del euro, véase el recuadro 5 del Boletín Mensual de mayo del 2008).

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Las perspectivas de inflación de la zona del euro han seguido deteriorándose a corto plazo. La inflación medida por el IAPC se ha mantenido por encima del 3% en los siete últimos meses y se espera ahora que permanezca en niveles elevados durante un período de tiempo más prolongado de lo que se pensaba anteriormente. La actual escalada de los precios del crudo señala nuevas presiones al alza sobre la inflación, aunque las perspectivas están sujetas a una considerable volatilidad. Además, no pueden descartarse nuevas subidas de los precios de los alimentos elaborados, pese a cierta desaceleración del crecimiento a corto plazo. Por otra parte, se observan elevadas presiones latentes internas, una aceleración del crecimiento salarial y un aumento de las presiones inflacionistas en el sector servicios.

De cara al futuro, según se prevé en los mercados de futuros del petróleo y de las materias primas alimentarias, con toda probabilidad la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá por encima del 3% durante cierto tiempo, antes de moderarse de forma gradual en el 2009. Las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema sitúan la inflación media interanual medida por el IAPC entre el 3,2% y el 3,6% en el 2008 y entre el 1,8% y el 3% en el 2009. Estas proyecciones se basan en el supuesto de que se modere el crecimiento reciente de los precios del petróleo y de otras materias primas en el horizonte considerado, en línea con los precios de los contratos de futuros, y que no se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados sobre los salarios.

Los riesgos para las perspectivas de precios a medio plazo siguen siendo claramente alcistas y han vuelto a crecer. Dichos riesgos incluyen, en particular, la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, así como de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Existe también una fuerte preocupación de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas. La capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, como partes del sector servicios, podría ser mayor de lo esperado. Asimismo, el crecimiento de los salarios podría ser más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva, las tensiones en los mercados de trabajo y el riesgo de efectos de segunda vuelta.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real se situó en el 0,8% en el primer trimestre del 2008, bastante por encima de las expectativas. En cierta medida, esta fortaleza se debió al efecto de factores de carácter temporal, principalmente un invierno inusualmente suave en muchas partes de Europa, que parece haber impulsado la actividad constructora. No obstante, la elevada tasa de crecimiento del primer trimestre podría verse contrarrestada, en parte, en el segundo. Las encuestas de opinión, que han señalado un descenso de la confianza desde el verano del 2007, sugieren que la moderación ha continuado en el 2008. No obstante, los fundamentos económicos de la zona del euro continúan siendo sólidos, y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. La rentabilidad de las sociedades no financieras se ha mantenido, el nivel de empleo es alto y las tasas de desempleo se encuentran en niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2008 anticipan que el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo entre el 1,5% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1% y el 2% en el 2009. Aunque las tasas interanuales apuntan a que el crecimiento puede ser más débil en el 2009 que en el 2008, ocultan el hecho de que, en base intertrimestral, se prevé que el crecimiento del PIB real registre un nivel mínimo en el 2008, y que posteriormente se recuperará de forma gradual. No obstante, la incertidumbre acerca de las expectativas de crecimiento económico sigue siendo inusualmente elevada y los riesgos en torno a las perspectivas de la actividad económica están orientados a la baja.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

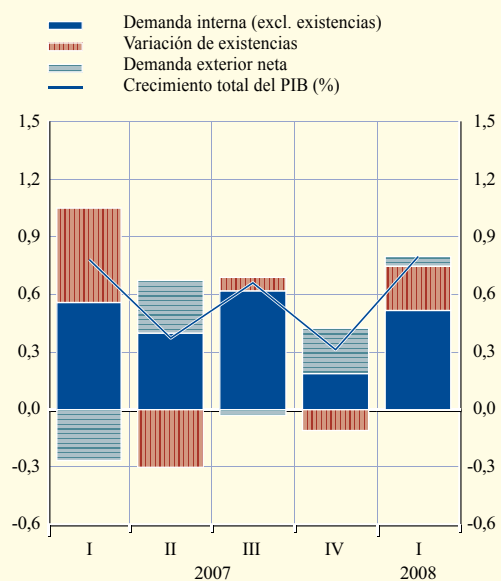
La actividad económica registró un crecimiento por encima de su potencial en el 2006 y en el 2007 y, aunque se moderó ligeramente el año pasado, a principios del 2008 ha demostrado tener capacidad de resistencia. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, el escenario de referencia es el de mantenimiento del crecimiento, si bien a unas tasas más bajas en el 2008 que en el 2007.

Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento del PIB real de la zona del euro aumentó un 0,8% en el primer trimestre del 2008 (cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales, en comparación con la estimación preliminar), tras un incremento del 0,3% en el trimestre anterior (véase gráfico 45). La contribución de la demanda interna, excluidas las existencias, al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre del 2008 fue considerable, de 0,5 puntos porcentuales, mientras que la de las existencias también fue positiva, de 0,2 puntos porcentuales. La contribución de la demanda exterior neta fue prácticamente neutral.

La cifra de crecimiento del PIB en la zona del euro en el primer trimestre del 2008, que fue superior a las expectativas de los mercados, tiene su origen, principalmente, en el excepcional crecimiento del PIB real observado en Alemania, con

Gráfico 45 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

una tasa intertrimestral del 1,5%, debido, en parte, a un crecimiento muy fuerte de la inversión en este país (el 4%).

Esta evolución ha quedado reflejada en la descomposición del PIB real de la zona del euro en sus diversos componentes de demanda. En el primer trimestre del 2008, el crecimiento de la inversión aumentó hasta el 1,6%, en términos intertrimestrales, desde el 1% del trimestre anterior. Aunque todavía no se ha publicado información sobre la descomposición del crecimiento de la inversión a escala de la zona del euro, los datos disponibles sugieren que la inversión en construcción y la inversión excluida la construcción aumentó con fuerza en el primer trimestre del 2008. Es probable que la evolución del sector de la construcción refleje las condiciones meteorológicas inusualmente suaves del invierno y, por tanto, se espera que sea transitoria (véase la sección sobre producto por ramas de actividad). No obstante, el crecimiento de la inversión en el primer trimestre también se vio impulsado por factores de carácter menos temporal. En particular, es probable que los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva y la correspondiente necesidad de expansión de dicha capacidad en el sector empresas hayan favorecido el crecimiento de la inversión excluida la construcción.

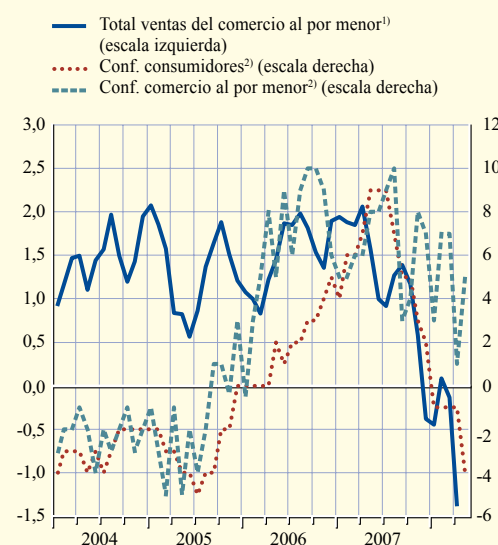
Las restricciones de la capacidad productiva tuvieron su origen, en parte, en el ritmo sostenido de la demanda exterior, que quedó plasmado en la aceleración del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el primer trimestre del 2008, que se situó en el 1,9%, en términos intertrimestrales, frente al 0,3% del trimestre anterior. No obstante, en consonancia con la vigorosa demanda interna, el crecimiento intertrimestral de las importaciones también aumentó en el primer trimestre, hasta el 1,8%, desde el -0,3% del trimestre precedente.

Parte de la aceleración de las importaciones se debió a la limitada recuperación del crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del 2008, que aumentó hasta el 0,2% en términos intertrimestrales, desde el -0,1% del trimestre anterior. Pese al efecto moderador de la subida de los impuestos indirectos en un país, la expansión del consumo privado en la zona del euro respaldó el crecimiento del PIB durante la mayor parte del 2007, en consonancia con la evolución de la renta real disponible y de unas condiciones favorables en el mercado de trabajo. Sin embargo, el consumo privado mostró señales de debilidad al final del año, una evolución que puede estar asociada a la pronunciada subida de los precios al por menor de los alimentos y la energía y que debe considerarse en un contexto de disminución de la confianza de los consumidores.

Esta mejora del consumo privado en el primer trimestre del 2008 se debió, en parte, a la estabilización de las ventas del comercio al por menor, que se habían reducido un 0,9% el último trimestre del 2007 (véase gráfico 46). Esta estabilización fue consecuencia del aumento de las ventas de productos no alimentarios (0,2%), en particular de productos textiles, que contrarrestó la caída de las

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

(datos mensuales)



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

ventas de alimentos, bebidas y tabaco (-0,4%). Las matriculaciones de automóviles en la zona del euro descendieron un 3,2%, en base intertrimestral, en el primer trimestre del 2008. Por tanto, es muy probable que la mayor parte del crecimiento del consumo privado haya procedido de su componente no minorista, aunque no se dispone de información al respecto en las series estadísticas mensuales o trimestrales disponibles.

Se dispone de muy poca información sobre el consumo privado a principios del segundo trimestre del 2008. En abril, las ventas del comercio al por menor en la zona del euro se redujeron un 0,6%, en términos intermensuales, tras un descenso del 0,9% en marzo y las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 4,9%, también en términos intermensuales. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que recoge las percepciones de este sector, registró un ascenso en mayo. Este indicador, que ha mostrado una volatilidad considerable en los últimos meses, se mantiene en un nivel elevado, pero experimentó un descenso considerable en el 2007 y en los primeros meses del 2008. Según los datos de la encuesta de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores de la zona del euro disminuyó en mayo del 2008, reanudando el movimiento a la baja que comenzó a mediados del 2007. Esto refleja, en cierta medida, el deterioro de las expectativas de los consumidores sobre el desempleo. No obstante, las condiciones generalmente favorables, en el mercado de trabajo siguen respaldando el consumo privado.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

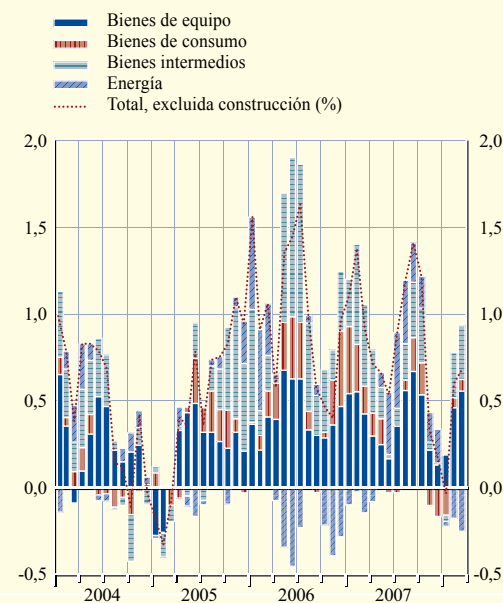
Aunque el mayor crecimiento de la industria fue el principal factor impulsor de la aceleración del crecimiento del PIB en el 2006, los servicios pasaron gradualmente a ser el sector que mantuvo el ritmo de crecimiento a principios del 2007. No obstante, en el transcurso del año pasado se observó cierta moderación en ambos sectores, con una ralentización más acusada en los servicios después del verano y una capacidad de resistencia mayor de la industria. Este patrón parece haber continuado en los cinco primeros meses del 2008.

La contribución de los servicios al valor añadido total de la zona del euro fue de 0,5 puntos porcentuales en el primer trimestre del 2008, en comparación con 0,2 puntos porcentuales en el trimestre anterior. La contribución de la industria y de la construcción al crecimiento del valor añadido en el primer trimestre fue de 0,2 puntos porcentuales, frente a 0,1 puntos porcentuales en el cuarto trimestre del 2007.

La producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro creció con fuerza a principios del 2008, con una tasa intertrimestral del 0,7% en el primer trimestre, frente a 0,2% del trimestre anterior (véase gráfico 47). La producción de bienes de capital aumentó considerablemente (un 2%, en tasa intertrimestral), aunque también se registró un notable incremento de la producción del sector de bienes intermedios (el 1%) y, en menor medida, de la del sector de bienes de consumo (el 0,2%). En cambio,

Gráfico 47 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

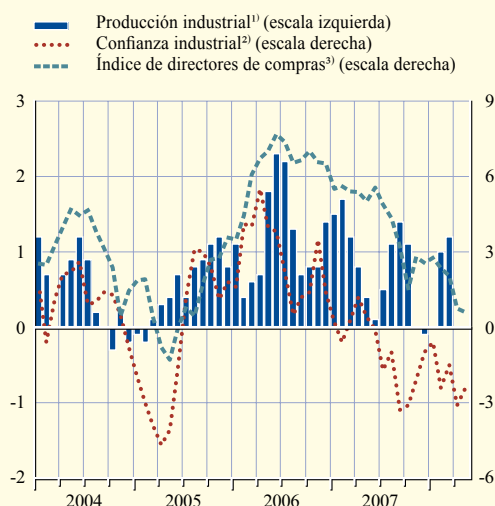


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 48 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 tres meses antes.

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

primeros meses del 2008 (véase gráfico 48). En mayo, este índice volvió a reducirse ligeramente, hasta el 50,6, un nivel escasamente por encima del umbral que indica un crecimiento positivo. El indicador de confianza de la industria de la Comisión Europea, que continuó disminuyendo en los cinco primeros meses del 2008, muestra una imagen similar.

La producción de la construcción también se recuperó en el primer trimestre del 2008, tras haberse estabilizado en el trimestre anterior. Este aumento, que fue especialmente pronunciado en enero, con una tasa intermensual del 2,4%, fue prácticamente generalizado en todos los países de la zona del euro, y es probable que se deba, principalmente, a unas condiciones meteorológicas muy suaves. No obstante, este repunte debe considerarse en el contexto de una desaceleración tendencial en la actividad constructora observada desde finales del 2006, y es probable que sea transitorio, como se refleja en el fuerte descenso de la producción de este sector en marzo del 2008 (el -2,7%). Según el indicador de la Comisión Europea, la confianza de la construcción se recuperó ligeramente en mayo del 2008, pero esto no modifica el panorama general de continuación de la tendencia a la baja observada en este indicador desde finales del 2006.

En cuanto a los servicios, los datos de encuestas disponibles hasta mayo del 2008 también apuntan a una moderación del crecimiento en este sector. El índice de directores de compras para la actividad comercial en los servicios en los cinco primeros meses del 2008 se situó, en promedio, bastante por debajo del nivel correspondiente al cuarto trimestre del año pasado. En mayo del 2008, este índice registró un nuevo descenso, hasta 50,6, situándose muy por debajo de su media histórica de 54,4. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión también muestra una moderación similar, pese a la ligera mejora observada en mayo. Es probable que la evolución más contenida de los servicios

la producción de energía fue un lastre para el crecimiento en el primer trimestre del 2008, debido probablemente a las suaves condiciones meteorológicas del invierno. No obstante, el dinamismo general del crecimiento de la producción industrial se vio ligeramente frenado por la moderación de los nuevos pedidos industriales (excluidos los equipos de transporte pesado). Los nuevos pedidos industriales, que son un indicador adelantado de la producción de este sector, aumentaron un 0,2% en el primer trimestre del 2008, en comparación con el 0,4% del trimestre precedente. Por tanto, es posible que parte del acusado repunte del crecimiento de la producción industrial refleje una reducción de la acumulación de pedidos en la industria, aunque la inversión repuntó en el primer trimestre para hacer frente a las fuertes restricciones en la capacidad productiva.

No obstante, la positiva evolución del primer trimestre del 2008 no debe considerarse indicativa de un cambio en la tendencia de moderación del crecimiento observada en la industria en los últimos trimestres. Esta tendencia sigue siendo evidente en el índice de los directores de compras para las manufacturas, que descendió en los primeros meses del 2008.

refleje el impacto de las diversas perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro en los últimos meses y que tienen su origen en las turbulencias financieras y en las subidas de los precios de los alimentos y del petróleo. La información disponible del detalle por subsectores sugiere que el impacto de estas perturbaciones fue prácticamente generalizado en los servicios y que afectó a subsectores como los servicios inmobiliarios, la intermediación financiera, el transporte, la hostelería y las ventas al por menor.

En resumen, los datos disponibles para la industria y los servicios sugieren que las tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB en el primer semestre del 2008 pueden haber sido generalmente acordes, en promedio, con las registradas en el segundo semestre del año pasado, aunque la moderación del ritmo subyacente de la actividad económica ha continuado en el 2008. Dado que es probable que parte de la recuperación del crecimiento del PIB real observada en el primer trimestre se deba a factores de carácter temporal, como un invierno inusualmente suave, o a la volatilidad intertrimestral, se espera que el crecimiento del PIB real sea más reducido en el segundo trimestre que en el primero.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha experimentado una clara mejora en los últimos años, y pese a haberse registrado cierta moderación, esta evolución favorable ha continuado a principios del 2008, según los datos más recientes. Aunque las expectativas de empleo están deteriorándose, siguen siendo positivas, y respaldan la valoración de que las perspectivas del mercado de trabajo son, en general, favorables.

EMPLEO

Como consecuencia de la intensa actividad económica en la zona del euro, el crecimiento del empleo aumentó considerablemente en el 2006 y en el 2007, en comparación con el 2005 (véase cuadro 8). La información disponible apunta a que la expansión continuará en el 2008, aunque moderada.

La tasa de crecimiento intertrimestral del empleo en la zona del euro fue del 0,2% en el cuarto trimestre del 2007, tras un aumento del 0,4% en el trimestre anterior. El detalle por sectores muestra que la moderación observada en el crecimiento del empleo en el segundo semestre del 2007 fue generalizada en

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

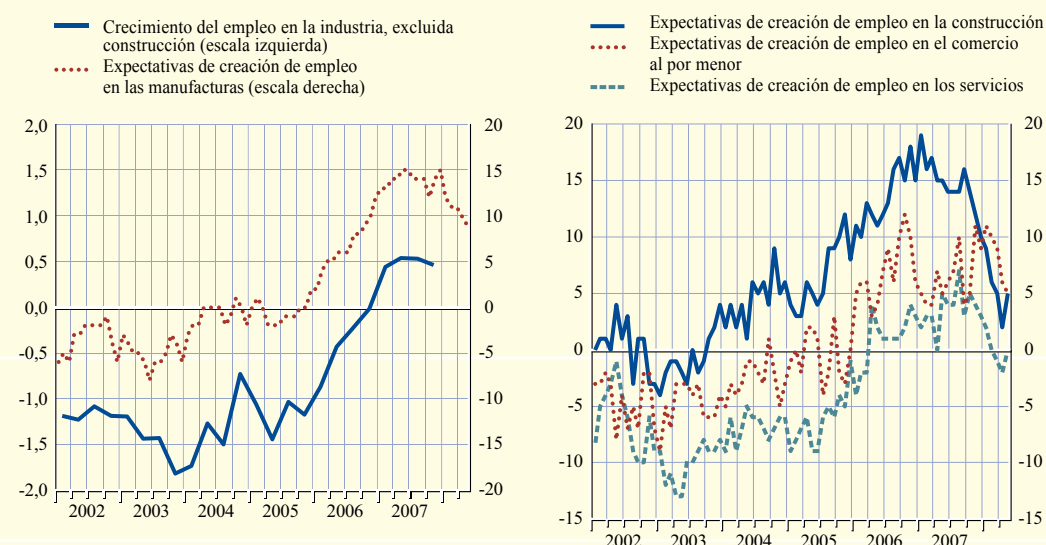
los distintos sectores, pero la desaceleración fue más pronunciada en la construcción. En los servicios, los subsectores de comercio y transporte y de servicios financieros y empresariales registraron una tasa de crecimiento del empleo más baja en el segundo semestre del 2007.

La evolución favorable del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haberse mantenido a principios del 2008, según datos de encuestas disponibles hasta mayo (véase gráfico 49). Según la encuesta a directores de compras de NTC Economics, la creación de empleo continuó en mayo en la industria y en los servicios. Las expectativas de empleo recogidas en la encuesta de opinión de la Comisión Europea transmiten una imagen similar. Pese al deterioro de los indicadores de empleo observado en ambas encuestas en los últimos meses, hasta ahora, las condiciones del mercado de trabajo han seguido manteniéndose, en general, pese al clima de mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico. De este modo, los elevados niveles de empleo alcanzados en diversas regiones y sectores de la zona han provocado algunas tensiones en el mercado de trabajo. La evidencia anecdótica procedente de grandes empresas que operan en distintos sectores en determinados países de la zona del euro apunta a la existencia de dificultades para contratar personal con las cualificaciones requeridas, especialmente en segmentos donde se necesitan trabajadores altamente cualificados.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) fue muy reducido a finales del 2007, y en el cuarto trimestre se situó en el 0,6%, frente al 0,8% en el trimestre anterior. La caída del crecimiento de la productividad en el segundo semestre del 2007 tiene su origen, principalmente, en la pérdida de dinamismo registrada en los servicios. Los datos disponibles de la encuesta a los directores de compras apuntan a un nuevo descenso del crecimiento de la productividad del trabajo en la industria y en los servicios en los primeros meses del 2008, aunque en mayo se observó cierta mejora. En el recuadro 7 se presenta más información sobre las tendencias recientes de crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y una comparación con Estados Unidos.

Gráfico 49 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.

Recuadro 7

TENDENCIAS RECIENTES DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se resume la evolución reciente del crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y se compara con la de Estados Unidos, mostrándose que la brecha en el crecimiento de la productividad entre las dos economías ha sido muy reducida en los tres últimos años, y que las diferencias en el crecimiento del PIB real han sido reflejo, principalmente, de tendencias demográficas.

La evolución de la zona del euro en los últimos años indica que la caída del crecimiento de la productividad del trabajo se ha detenido, observándose una estabilización con independencia de si el factor trabajo se mide por hora trabajada o por persona ocupada. El crecimiento medio anual de la productividad del trabajo por hora trabajada en la zona del euro fue del 1,3% en el período 2005-2007, en comparación con el 1,4% del período 1995-2004, mientras que, en Estados Unidos, descendió hasta el 1,2% en el segundo período, desde el 2,1% del primero (véanse gráficos A y B). Medido en términos de personas ocupadas, el crecimiento de la productividad del trabajo de la zona del euro se mantuvo en torno al 1% por año en ambos períodos, mientras que el indicador correspondiente de Estados Unidos se redujo desde el 1,8% en el período 1995-2004 hasta el 1,1% en 2005-2007. La desaceleración observada en el crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos se ha visto principalmente impulsada por la ralentización del crecimiento del PIB real. Al mismo tiempo, el crecimiento del empleo ha continuado siendo relativamente dinámico. En la zona del euro, la estabilización del crecimiento de la productividad del trabajo se produjo en un entorno de fuerte crecimiento del empleo.

Aunque, en los últimos tres años, la evolución del crecimiento de la productividad del trabajo ha sido similar, en líneas generales, en la zona del euro y en Estados Unidos, la trayectoria reciente no señala necesariamente el patrón de crecimiento de la productividad del trabajo en los próximos años por dos motivos. En primer lugar, en la zona del euro existe un amplio consenso de que gran parte de las mejoras observadas últimamente en el crecimiento de la productividad laboral son fundamentalmente atribuibles a factores cíclicos¹. En segundo lugar, aunque las elevadas tasas de crecimiento de la productividad del trabajo registradas en Estados Unidos desde mediados de la década de los noventa suelen considerarse excepcionales, en los próximos años, y una vez se tiene en cuenta el impacto del ciclo económico, las tasas de crecimiento deberían continuar situándose por encima de la decepcionante tasa media del 1,2% anual registrada a mediados de la década de los ochenta y principios de los noventa².

La evolución del crecimiento de la productividad del trabajo en el período 2005-2007 contribuyó a estrechar la brecha en el crecimiento del PIB real entre la zona del euro y Estados Unidos. En este período, la tasa media de crecimiento del PIB real se situó en el 2,4% por año en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos esta tasa fue del 2,7%. No obstante, la evolución demográfica sigue

1 Véase «The EU economy: 2007 review – Moving Europe's productivity frontier», Comisión Europea, 2007.

2 En el período anterior a 1995, el crecimiento económico de Estados Unidos estuvo impulsado fundamentalmente por el crecimiento de los factores capital y trabajo, más que por la evolución de la productividad. Durante el auge de las tecnologías de la información se obtuvieron considerables mejoras del crecimiento de la productividad total de los factores, pero estuvieron asociadas principalmente al sector productor de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). Fue en el período 2000-2005 cuando se registró un fuerte crecimiento de la productividad total de los factores, especialmente en los sectores usuarios de TIC. Véase, por ejemplo, Jorgenson, D.W., M. S. Ho, J. D. Samuels y K. J. Stiroh (2007), «Industry Origins of the American Productivity Resurgence», Economic Systems Research, vol. 19, n.º 3, pp. 229-252.

Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada

(tasas de variación anual)

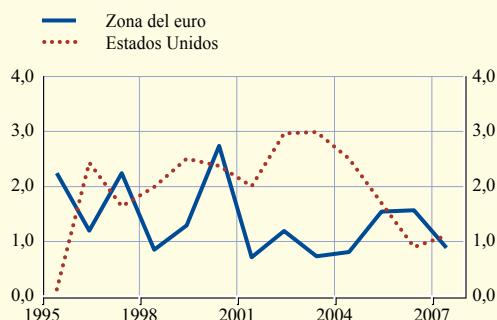
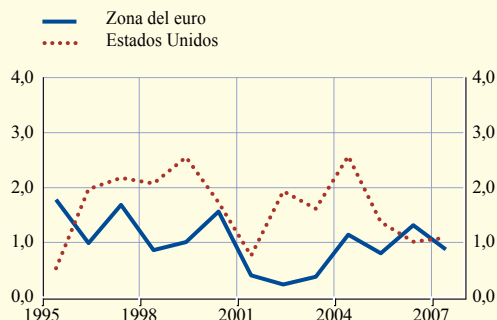


Gráfico B Crecimiento per cápita de la productividad del trabajo

(tasas de variación anual)



Fuentes: Bases de datos AMECO y de la OCDE.
Nota: Los datos correspondientes al 2007 son estimaciones.

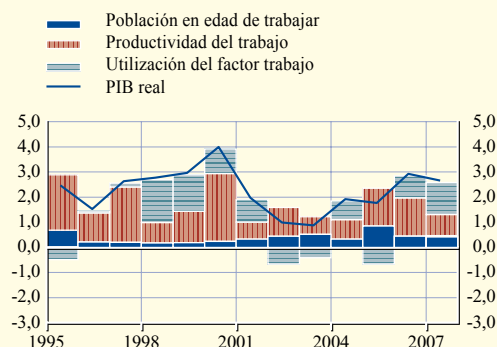
siendo más favorable en Estados Unidos, donde la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar ha sido considerablemente más alta (véanse gráficos C y D)³. La tasa media de crecimiento del PIB real per cápita fue del 1,9% por año en la zona del euro y del 1,7% en Estados Unidos en ese mismo período.

En síntesis, pese a la estabilización general del crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro en los tres últimos años, no hay margen para la complacencia. El alcance de las reformas estructurales introducidas en la zona del euro no ha sido suficiente y su aplicación ha sido demasiado lenta como para promover el surgimiento de una «economía basada en el conocimiento», el objetivo de la estrategia de Lisboa, con el fin de impulsar el crecimiento de la productividad del trabajo y la creación de empleo. En el contexto de la estrategia de Lisboa renovada, ahora el reto radica en agilizar el ritmo general de aplicación de las reformas.

3 Este análisis se basa en el marco de contabilización del crecimiento habitualmente utilizado que vincula el PIB real (Y) con el producto de la productividad del trabajo (L), la utilización del factor trabajo (LU) y la población en edad de trabajar (WA), i.e. $Y \cong LP \times LU \times WA$.

Gráfico C Contribuciones al crecimiento del PIB en la zona del euro

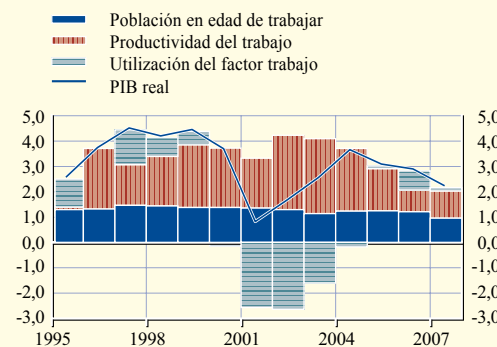
(en puntos porcentuales; tasas de variación anual)



Fuentes: Bases de datos AMECO y de la OCDE.
Nota: Los datos correspondientes al 2007 son estimaciones.

Gráfico D Contribuciones al crecimiento del PIB en Estados Unidos

(en puntos porcentuales; tasas de variación anual)



DESEMPLEO

La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 7,1% en abril del 2008, sin variaciones con respecto a los tres meses precedentes (véase gráfico 50). Esta cifra es la más baja observada desde principios de los años ochenta y se sitúa considerablemente por debajo del 7,5% registrado un año antes. Esta tasa invariable oculta un aumento del número de parados, que se incrementó en 60.000 personas en abril del 2008, en comparación con marzo, el primer ascenso desde febrero del 2006. Esta progresión puede atribuirse a la subida de la cifra de parados en España, donde fue pronunciada (68.000 personas), así como en Portugal, Irlanda y Austria. Excepto en Austria, la evolución de la construcción fue el principal factor impulsor del incremento del paro en estos países. En general, el número de desempleados en la zona del euro en su conjunto se mantiene considerablemente por debajo de la cifra registrada hace un año, y ha descendido en 0,4 millones de personas.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

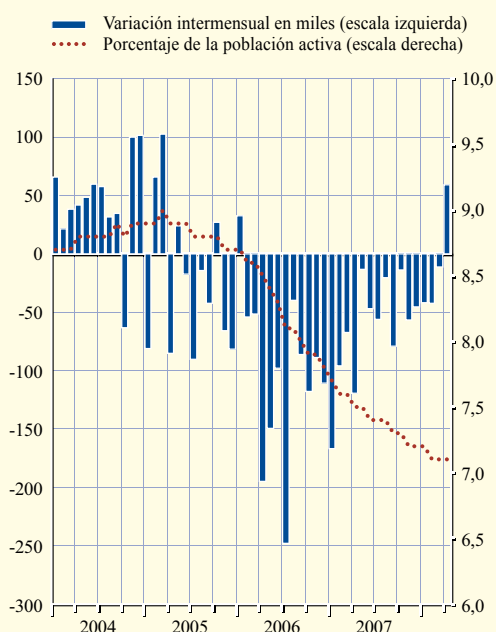
La tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real en el primer trimestre del 2008 se situó en el 0,8%, bastante por encima de las expectativas. Esta fortaleza fue reflejo, en cierta medida, de factores temporales, principalmente un invierno inusualmente suave en muchas partes de Europa, que parece haber estimulado la actividad constructora. No obstante, la elevada tasa de crecimiento del primer trimestre podría verse parcialmente contrarrestada en el segundo.

En consonancia con las previsiones disponibles, se espera que tanto la demanda interna como la externa sigan propiciando el crecimiento del PIB real en la zona del euro en el 2008, aunque en menor medida que en el año 2007. Pese a que el crecimiento de la economía mundial se está moderando, se espera que mantenga su capacidad de resistencia, beneficiándose, en particular, del persistente y vigoroso crecimiento de las economías emergentes, que debería respaldar la demanda exterior de la zona del euro. Los fundamentos económicos de la zona del euro continúan siendo sólidos y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. En este contexto, se espera que el crecimiento de la inversión en la zona del euro continúe favoreciendo la actividad económica, ya que la utilización de la capacidad productiva es elevada y la rentabilidad del sector de sociedades no financieras se ha mantenido. Además, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente, y las tasas de desempleo han caído hasta niveles no observados en los últimos veinticinco años. Esta evolución favorece el crecimiento de la renta disponible, aunque el poder adquisitivo se está frenando por el impacto de las subidas de los precios de la energía y de los alimentos.

Estas perspectivas también han quedado reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2008. Se

Gráfico 50 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

prevé que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en un intervalo entre el 1,5% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1% y el 2% en el 2009. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo, el intervalo proyectado para el crecimiento del PIB real en el 2008 se sitúa en la parte superior del intervalo publicado en marzo del 2008, principalmente como consecuencia de unos resultados mejores de lo esperado en el primer trimestre. Para el 2009, el intervalo se ha ajustado a la baja, debido al aumento de los precios de las materias primas en los últimos meses. Las tasas interanuales de crecimiento deben interpretarse con especial cautela, ya que aunque sugieren que el crecimiento puede ser más débil en el 2009 que en el 2008, ocultan el hecho de que, en términos intertrimestrales, se prevé que el crecimiento del PIB real se sitúe en un nivel mínimo en el 2008, y que posteriormente se recupere de forma gradual.

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada, y persisten los riesgos orientados a la baja. En concreto, estos riesgos siguen estando relacionados con la posibilidad de que las turbulencias de los mercados financieros tengan un efecto sobre la economía real más negativo de lo actualmente esperado. Además, los riesgos a la baja también tienen su origen en el impacto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevas subidas no previstas de los precios de la energía y de los alimentos, así como en la preocupación por la aparición de presiones proteccionistas y una posible evolución desordenada, como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Tras unos resultados presupuestarios relativamente favorables en el 2007, parece que las finanzas públicas de la zona del euro se deteriorarán. Como consecuencia de la moderación del crecimiento del PIB real, de la desaparición parcial de los ingresos extraordinarios y de la falta de esfuerzos de saneamiento presupuestario, se prevé que el déficit presupuestario medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente de nuevo en los años 2008 y 2009. En algunos países de la zona del euro se espera que estos déficits alcancen o se sitúen próximos al valor de referencia del 3% del PIB, ya que no han aprovechado suficientemente las condiciones cíclicas favorables recientes para sanear las finanzas públicas. Los países que no cumplan su objetivo presupuestario a medio plazo (MTO, en sus siglas en inglés) deberían elaborar y aplicar políticas fiscales mucho más ambiciosas para que la situación de sus finanzas públicas sea acorde con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los compromisos del Eurogrupo. La aplicación de políticas presupuestarias prudentes también contribuiría a abordar los desequilibrios macroeconómicos de la zona del euro.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2007 Y PERSPECTIVAS PARA EL 2008 Y EL 2009

En el 2007, la evolución de las finanzas públicas en la zona del euro fue relativamente favorable. El déficit medio de las Administraciones Públicas se redujo desde el 1,3% del PIB en el 2006 hasta el 0,6% en el 2007 (véase cuadro 9), lo que sitúa la ratio de déficit en el nivel más bajo observado desde 1973 (excluidos los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS). Ningún país de la zona del euro registró un déficit público superior al valor de referencia del 3% del PIB. No obstante, Eurostat todavía está en proceso de aclarar algunas cuestiones relacionadas con los déficits planteadas por Grecia. La disminución de esta ratio en la zona del euro en el 2007 se vio impulsada principalmente por unas condiciones cíclicas favorables y por los ingresos extraordinarios, más que por los progresos realizados en los

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

(en porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2008						
a. Ingresos totales	44,6	44,9	45,4	45,6	45,2	45,2
b. Gastos totales	47,5	47,4	46,8	46,3	46,2	46,2
Saldo presupuestario (a - b)	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,0	-1,1
Saldo presupuestario primario	0,2	0,4	1,6	2,3	1,9	1,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,6	-2,0	-1,2	-0,7	-1,0	-0,8
Saldo estructural	-2,9	-2,2	-1,2	-0,7	-1,0	-0,9
Deuda bruta	69,6	70,2	68,5	66,4	65,2	64,3
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	2,1	1,6	2,8	2,6	1,7	1,5
Medias de la zona del euro basadas en los programas de estabilidad actualizados para 2007-2008¹⁾						
Saldo presupuestario			-1,5	-0,8	-0,9	-0,4
Saldo presupuestario primario			1,6	2,2	2,1	2,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo			-1,4	-1,0	-0,9	-0,5
Deuda bruta			68,6	66,7	65,1	63,4
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)			3,0	2,7	2,3	2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2008, programas de estabilidad actualizados para 2007-2008 y cálculos del BCE.

1) Datos disponibles en mayo del 2008.

esfuerzos de consolidación de carácter estructural. Por tanto, la mejora del saldo presupuestario del sector público podría haber sido más sustancial, también si se tiene en cuenta el considerable desbordamiento del gasto en algunos países que, en parte, quedó compensado por los elevados ingresos extraordinarios.

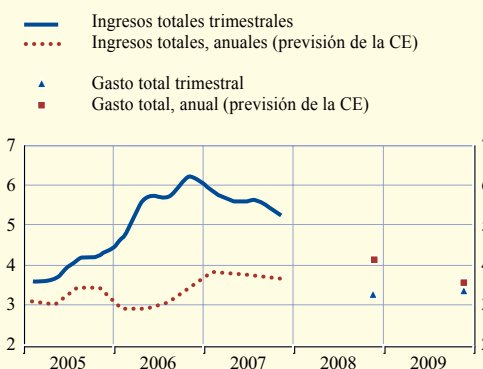
Parece que la situación de las finanzas públicas en la zona del euro se deteriorará en el 2008 y en el 2009. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera del 2008, el déficit del sector público, que en los cuatro últimos años experimentó un descenso, se elevará hasta el 1% del PIB en el 2008 y, suponiendo que las políticas fiscales no se modifiquen, hasta el 1,1% del PIB en el 2009 (véase cuadro 9). La previsión de incremento de la ratio de déficit de la zona del euro es consecuencia de la moderación del crecimiento del PIB real, de la desaparición parcial de los ingresos extraordinarios y de la falta de esfuerzos de saneamiento presupuestario. Se prevé que la ratio de déficit estructural de las Administraciones Públicas de la zona del euro (es decir, la ratio de déficit corregida por el impacto del ciclo económico y de medidas extraordinarias y otras de carácter temporal) registre un ascenso de 0,3 puntos porcentuales en el 2008 (hasta el 1% del PIB) y que experimente una leve mejora en el 2009.

Según las previsiones de la Comisión Europea, ninguno de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro superará el valor de referencia del 3% del PIB establecido para el déficit presupuestario en el horizonte considerado. A este respecto, el Consejo ECOFIN suspendió recientemente los procedimientos de déficit excesivo abiertos contra Italia y Portugal, pese a que las ratios de deuda pública de ambos países siguen siendo elevadas y se sitúan por encima del valor de referencia del 60% del PIB. La Comisión Europea prevé que esta ratio experimente un moderado descenso en Italia este año y el siguiente, mientras que en el caso de Portugal se espera que incluso aumente durante el horizonte de las proyecciones. En cuanto a Francia, la previsión de la Comisión Europea apunta a que el déficit de las Administraciones Públicas será del 2,9% del PIB en el 2008 y del 3% en el 2009. Además, se prevé que la ratio de deuda pública registre un incremento leve en el 2008 y más significativo en el 2009. En respuesta a estas perspectivas para las finanzas públicas, la Comisión Europea elaboró un informe de asesoramiento dirigido a Francia en mayo recomendando a este país que ponga en práctica las medidas necesarias de saneamiento de las finanzas públicas. También se proyecta que el déficit presupuestario se sitúe en el 2% del PIB o por encima de esta cifra en Grecia, Italia y Portugal.

Las estadísticas trimestrales de las finanzas públicas de la zona del euro disponibles hasta el cuarto trimestre del 2007 muestran que los ingresos nominales han experimentado un acusado crecimiento, aunque más moderado, en los últimos meses, reflejando la trayectoria similar del crecimiento del producto (véase gráfico 51). En el 2008 y en el 2009 se espera que el crecimiento de los ingresos totales retorne a niveles más reducidos a medida que se frene el crecimiento del PIB real y desaparezcan los ingresos extraordinarios. Además, algunos recortes de impuestos intensificarán la caída del crecimiento de los ingresos en el 2008 y en el 2009. Se prevé que la tasa de crecimiento del gasto nominal de las

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

(tasa de crecimiento interanual en términos nominales de sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2008. 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-IV 2007, más las previsiones anuales para el 2008 y el 2009 obtenidas de las previsiones de la Comisión Europea de primavera del 2008.

Administraciones Públicas se incrementa por encima del 4% en el 2008 y que se sitúe en el 3,5% en el 2009, sin tener en cuenta otras medidas de política fiscal que puedan adoptarse.

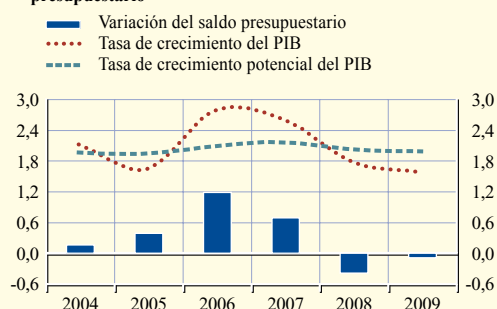
Las previsiones económicas de la Comisión Europea de la primavera del 2008 indican que los progresos realizados por los países de la zona del euro hacia la consecución de su objetivo presupuestario a medio plazo han sido limitados. Por el contrario, se prevé que el número de países de la zona que todavía no han alcanzado dicho objetivo aumente de ocho en el 2007 (Bélgica, Alemania, Grecia, Francia, Italia, Malta, Austria y Portugal) a diez en el 2008, ya que se espera que Irlanda y Eslovenia no cumplan su objetivo presupuestario a medio plazo este año (lo que dará como resultado una brecha de 0,8 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente). Entre los países que todavía no han logrado su objetivo, se prevé que únicamente Grecia y Malta registren una mejora de su saldo presupuestario estructural del 0,5% del PIB en el 2008, en consonancia con el valor de referencia para el ajuste presupuestario establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En cambio, la Comisión Europea prevé un deterioro significativo del saldo estructural en Alemania (el 0,5% del PIB) y en Italia (el 0,4% del PIB). Entre los cinco países que se espera que cumplan su objetivo presupuestario a medio plazo en el 2008 (España, Chipre, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia), se prevé una disminución considerable del saldo presupuestario estructural en dicho año en España y Chipre, y una mejora significativa en los Países Bajos (aunque esta mejora está principalmente relacionada con los ingresos extraordinarios previstos procedentes del gas).

En comparación con las actualizaciones más recientes de los programas de estabilidad, las previsiones de la Comisión Europea apuntan a unas perspectivas menos favorables, en general, para este año y el siguiente, pese a que los resultados presupuestarios del 2007 fueron algo mejores de lo esperado. Se proyecta que el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro en el 2008 y el 2009 se sitúe 0,1 y 0,7 puntos porcentuales por encima de la media de los objetivos presupuestarios nacionales que figuran

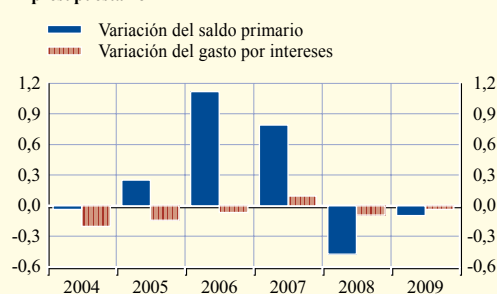
Gráfico 52 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

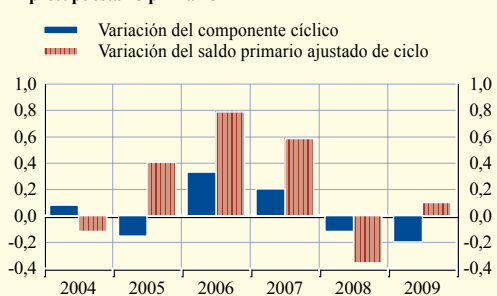
a) Crecimiento del PIB y variación interanual del saldo presupuestario



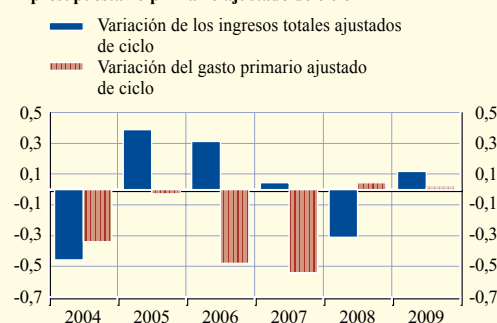
b) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario



c) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario primario



d) Variaciones interanuales de los determinantes del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de primavera del 2008) y cálculos del BCE.

en los últimos programas de estabilidad actualizados (véase cuadro 9). El deterioro de las perspectivas presupuestarias en relación con los últimos programas de estabilidad se debe principalmente a un entorno macroeconómico menos favorable, mientras que las medidas de saneamiento previstas para el 2009 todavía han de especificarse. En comparación con los últimos programas de estabilidad, en el 2009 se esperan considerables desviaciones a la baja (del 1% del PIB o más) del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en Grecia, España, Francia y Portugal, y desviaciones al alza (del 1% del PIB o más) en Chipre, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia.

Tras el descenso de la ratio media de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro observado en los dos últimos años, se espera que esta ratio continúe esta trayectoria a la baja en el 2008 y en el 2009, aunque a un ritmo más lento. La Comisión Europea espera que la citada ratio se reduzca desde el 66,4% del PIB en el 2007 hasta el 64,3% del PIB en el 2009, pese al aumento de la ratio de déficit en la zona del euro. Esto se debe a la caída de las ratios de deuda en la mayor parte de los países de la zona durante el horizonte de las proyecciones, con la excepción de Irlanda y Luxemburgo (países con una ratio de deuda pública relativamente reducida), así como Francia y Portugal. Se prevé que seis países de la zona del euro registren niveles de deuda pública por encima del 60% del PIB en el 2009 y que en uno de ellos sea superior al 100% del PIB.

FACTORES SUBYACENTES EN LA EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El deterioro previsto del saldo presupuestario de la zona del euro en el 2008 y en el 2009 se verá impulsado por la evolución adversa del saldo primario (véase gráfico 52 a y b). Esta reducción es consecuencia de la contribución negativa de los factores cíclicos durante el horizonte de las proyecciones, así como de la relajación de la política fiscal (medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo) en el 2008 (véase gráfico 52 c). El empeoramiento esperado en el saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro este año refleja la relajación de las políticas fiscales, en particular en Alemania, Irlanda, España, Chipre y Eslovenia, mientras que en Grecia se prevé una orientación más restrictiva de estas políticas.

La relajación de las políticas fiscales esperada en la zona del euro en el 2008 sería resultado de la disminución de la ratio de ingresos totales ajustados de ciclo (como consecuencia de algunos recortes de impuestos y de la desaparición de los ingresos extraordinarios), mientras que se prevé que la ratio de gasto primario ajustado de ciclo vuelva a aumentar ligeramente (véase gráfico 52 d). Partiendo de un escenario sin cambios en las políticas fiscales, la ratio de ingresos ajustados de ciclo volverá a incrementarse levemente en el 2009, mientras que no se proyectan medidas de saneamiento basadas en la contención del gasto a nivel agregado.

EVALUACIÓN

La evolución y las perspectivas de las finanzas públicas deben evaluarse en relación con el marco de vigilancia presupuestaria de la UE, así como con los recientes compromisos asumidos por los ministros de Economía y Finanzas de la zona del euro (el Eurogrupo). El Pacto de Estabilidad y Crecimiento establece el marco adecuado para que las políticas fiscales nacionales se orienten de manera que garanticen la solidez de las finanzas públicas a medio plazo y contribuyan a aumentar la confianza en su sostenibilidad. Los países de la zona del euro que no cumplan su objetivo presupuestario a medio plazo deben alcanzar un nivel de saneamiento estructural de un 0,5% del PIB por año, establecido como valor de referencia. Esto debería permitirles alcanzar su objetivo presupuestario a medio plazo con rapidez, con el fin de asegurar unas posiciones presupuestarias saneadas, algo que es aún más urgente porque, en general, los objetivos presupuestarios a medio plazo actuales no tienen en cuenta en grado suficiente la carga fiscal adicional que conllevará el envejecimiento de la población. Además, esto proporcionará margen de maniobra para que los estabilizadores automáticos actúen sin restricciones.

En mayo del 2008, los ministros del Eurogrupo reafirmaron de nuevo su compromiso de aplicar las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como clave para proteger las mejoras alcanzadas en materia de saneamiento en los últimos años y continuar progresando hacia unas posiciones presupuestarias sostenibles. Los ministros hicieron referencia a los compromisos de saneamiento estructural que acordaron en la reunión celebrada en Berlín en abril del 2007, en los que se indicaba que los Estados miembros de la zona del euro deberían aprovechar las condiciones cíclicas favorables para alcanzar sus objetivos presupuestarios a medio plazo en el 2008 o en el 2009, y que todos ellos deberían tratar de lograrlos para el año 2010 a más tardar. Aunque se reconoce que muchos países de la zona del euro no han respetado íntegramente los compromisos adquiridos en materia de saneamiento estructural el año pasado, el acuerdo del Eurogrupo de mayo del 2008 confirma que la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo para el año 2010 debería estar al alcance de la mayor parte de los países que todavía no han alcanzado dicha posición. En particular, los ministros de Economía y Finanzas de la zona del euro se han comprometido a «aplicar con rigurosidad los presupuestos del 2008» y a «actuar con prudencia en la elaboración de los planes de política fiscal para el 2009, con el fin de asegurar que se avanza hacia la consecución del objetivo presupuestario a medio plazo de manera acorde con la obligación de mejorar el saldo estructural un 0,5% del PIB, establecido como valor de referencia, en los Estados miembros que todavía no lo han logrado, y de mantener una posición fiscal estructural sólida en los que lo hayan alcanzado».

Hasta la fecha, los resultados y los planes fiscales nacionales muestran incumplimientos frecuentes de estas exigencias. Si se consideran los últimos años, ciertos países de la zona del euro no han conseguido alcanzar una posición presupuestaria saneada en un entorno de crecimiento relativamente elevado del producto. En este contexto, algunos han utilizado parte de los ingresos extraordinarios para financiar aumentos del gasto o recortes de impuestos, en lugar de agilizar el ritmo de reducción del déficit y de la deuda para acelerar el ajuste hacia la consecución de su objetivo presupuestario a medio plazo. Esto es contrario al objetivo del marco de vigilancia presupuestaria revisado de la UE y al acuerdo del Eurogrupo de abril del 2007, que insta expresamente a que se establezcan objetivos presupuestarios más ambiciosos en épocas de bonanza económica. Además, como se ha indicado anteriormente, en los países con desequilibrios presupuestarios, la mejora anual prevista de la situación presupuestaria subyacente en el 2008 y el 2009 a menudo se sitúa por debajo del valor de referencia del 0,5% del PIB para el saneamiento estructural.

Es imprescindible que los países de la zona del euro que todavía no han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo cumplan con el valor de referencia del 0,5% del PIB anual para el saneamiento estructural, realizando los ajustes necesarios para conseguir su objetivo presupuestario a medio plazo para el 2010 a más tardar. Esto implica que aquellos países que está previsto que no cumplan las exigencias del Pacto deben agilizar sus esfuerzos de saneamiento. Esta es una tarea especialmente urgente porque algunos países disponen de escaso o ningún margen de maniobra, dado que todavía presentan niveles de déficit próximos al valor de referencia del 3% del PIB (especialmente Francia, pero también Grecia, Italia y Portugal). Asimismo, es motivo de gran preocupación el hecho de que algunos países parezcan no tener en cuenta los compromisos europeos cuando elaboran sus presupuestos anuales y sus planes fiscales a medio plazo. Esto no sólo pone en tela de juicio las perspectivas de las finanzas públicas, sino que también podría menoscabar la credibilidad del marco de vigilancia presupuestaria de la UE. Para asegurar la solidez de las finanzas públicas y reforzar la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en caso necesario deben utilizarse todos los instrumentos contemplados en el Pacto, concretamente en su aspecto preventivo. A este respecto, el reciente informe de asesoramiento de la Comisión Europea a Francia representa un ejemplo apropiado de la aplicación de los instrumentos disponibles.

Es fundamental que aquellos países de la zona del euro que han alcanzado posiciones presupuestarias saneadas en consonancia con su objetivo presupuestario a medio plazo mantengan esa situación. Por norma general, estos países pueden dejar actuar plenamente y sin restricciones a los estabilizadores automáticos para contribuir a moderar las fluctuaciones cíclicas. En estas circunstancias es de lamentar que, tras haber cumplido sus respectivos objetivos presupuestarios a medio plazo en el año 2007, se prevea que Irlanda y Eslovenia no lo hagan en el 2008 y en el 2009.

En el entorno económico actual, la aplicación de políticas fiscales prudentes también está justificada desde una perspectiva más general. El riesgo de una posible desaparición más brusca de lo esperado de los ingresos extraordinarios exige que se disponga de márgenes de seguridad más amplios de lo habitual. Además, las consecuencias presupuestarias de las turbulencias registradas en los mercados financieros son muy inciertas. En particular, subsiste el riesgo de los gobiernos se vean obligados a intervenir directamente en apoyo de entidades financieras con problemas, lo que podría imponer una presión adicional sobre las finanzas públicas. Esto podría provocar un incremento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública, contribuyendo con ello a un aumento de la carga de intereses (véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública», publicado en el Boletín Mensual de mayo del 2008). Además, el escenario económico general está sujeto a considerable incertidumbre, lo que tiene implicaciones inmediatas para las finanzas públicas. En este contexto, es fundamental que los responsables de las políticas fiscales contribuyan a mantener la confianza de los mercados y del público en general en un entorno económico sólido, y la mejor manera de lograrlo es alcanzar y mantener posiciones presupuestarias saneadas, lo que permitirá que los responsables políticos dejen actuar sin restricciones a los estabilizadores automáticos. Debe evitarse el activismo fiscal que tenga por objeto ajustar el ciclo económico (véase también el recuadro que figura a continuación, titulado «Políticas fiscales discrecionales, estabilización automática e incertidumbre económica»).

Recuadro 8

POLÍTICAS FISCALES DISCRECIONALES, ESTABILIZACIÓN AUTOMÁTICA E INCERTIDUMBRE ECONÓMICA

En este recuadro se considera el papel del activismo fiscal y de la estabilización automática en épocas de incertidumbre económica. A la vista de los llamamientos recientes para la adopción de medidas de estímulo fiscal, en este recuadro se ponen de relieve algunos de los peligros que entraña la relajación discrecional de las políticas fiscales, en particular la posibilidad de aumento de las fluctuaciones económicas cíclicas, así como los riesgos de reducción del crecimiento a medio plazo y de aumento de la inflación. Además, la aplicación de medidas discrecionales de estímulo fiscal podría conllevar importantes riesgos para los resultados presupuestarios, especialmente porque no puede descartarse que algunos países de la zona del euro incumplan el valor de referencia del 3% del PIB para el déficit público. Estos riesgos para la solidez presupuestaria pueden verse acentuados en caso de que el crecimiento del PIB real sea inferior a lo esperado y de que se produzca una corrección de los ingresos extraordinarios obtenidos en los últimos años.

Valoración de los llamamientos actuales para aplicar medidas discrecionales de estímulo fiscal

Una política fiscal discrecional que trate de ajustar la economía puede tener efectos estabilizadores, y aunque la magnitud de estos efectos suele variar en función de varios factores, generalmente se considera que es limitada¹. Sin embargo, el riesgo asociado a las políticas fiscales activistas no es reducido. La experiencia indica que, salvo en caso de que las medidas discrecionales de estímulo fiscal

¹ Véase, por ejemplo, «When does fiscal stimulus work?» Recuadro 2.1., Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, pp. 70-75, abril 2008, y R. Hemming, M. Kell y S. Mahfouz, «The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of the literature», WP/02/208, FMI, 2002.

se apliquen en el momento oportuno, estén adecuadamente orientadas y sean de carácter transitorio, realmente entrañan el riesgo de ser perjudiciales.

Los motivos por los que, con frecuencia, las políticas fiscales no cumplen los criterios anteriormente mencionados y comportan el riesgo de empeorar la situación están bien documentados². En cuanto al primer criterio, la oportunidad, la política fiscal se caracteriza por los largos períodos en la elaboración, la toma de decisiones y la aplicación de medidas³. Por ello, en el incierto entorno económico actual existe el riesgo de que cuando el posible impulso fiscal llegue finalmente a la economía, las medidas adoptadas ya no sean oportunas, sino que puedan resultar procíclicas. Se dispone de evidencia histórica de esta prociclicidad, especialmente en países de la zona del euro⁴.

Un argumento similar es aplicable al segundo criterio, la aplicación de medidas fiscales que estén adecuadamente orientadas. Los llamamientos políticos al activismo a menudo señalan la necesidad de dar soporte a determinados colectivos de la sociedad, pero en el proceso político encaminado a encontrar apoyo mayoritario existe el riesgo de que el grupo de beneficiarios se amplíe para incluir, además de consumidores que tienen limitado el acceso al crédito, a personas más propensas a guardar el dinero que a gastarlo, lo que reduce la efectividad del activismo fiscal.

Por último, existe un riesgo evidente de que los recortes de impuestos o los incrementos del gasto que pretenden ser de carácter transitorio se conviertan en permanentes en la práctica, ya que los gobiernos —por ejemplo, cuando se acercan las elecciones— tienden a no cancelar los nuevos programas de bienestar. Esto acrecienta el riesgo de acumulación de deuda pública y de que surjan problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. La acumulación de deuda que ha afectado de forma constante a muchos países es un reflejo de las dificultades asociadas al activismo fiscal. La aplicación de medidas de expansión fiscal de carácter más permanente que lleven a un aumento del déficit presupuestario también puede provocar la subida de los tipos de interés nacionales, causando efectos injustificados sobre la inversión privada, lo que a su vez puede repercutir negativamente sobre el crecimiento⁵. Por otra parte, el aumento de los costes presupuestarios derivado del envejecimiento de la población pone de relieve la necesidad de tomar en serio los riesgos de que se produzcan incrementos no planeados y permanentes de los déficits y de la deuda.

Aparte de los riesgos de que las medidas fiscales discrecionales incumplan los tres criterios descritos anteriormente, existen otras limitaciones. En primer lugar, unos ingresos y gastos públicos elevados y volátiles pueden ser perjudiciales para el crecimiento, ya que es posible que los agentes económicos pospongan la adopción de decisiones sobre inversión o consumo, o que incluso no las adopten⁶. En segundo lugar, existe el riesgo de que el recurso al activismo a corto plazo disuada a los países de la zona del euro de aplicar reformas estructurales que potencien el crecimiento. La evidencia empírica sugiere que los países que actuaron con prontitud para alcanzar unas finanzas públicas saneadas se beneficiaron posteriormente en términos de crecimiento del producto más que los países que lo hicieron

2 Véase, por ejemplo, A. Fatás y I. Mihov, «The case for restricting fiscal policy discretion», *Quarterly Journal of Economics*, 118 (4), pp. 1419-1447, 2003.

3 Véase A. Blinder, «The case against the case against discretionary fiscal policy», CEPS Working Paper 100, junio, 2004, donde se considera el retardo en las políticas presupuestarias.

4 Véase OECD Economic Outlook, «Fiscal policy and institutions», 74, pp. 125-137, diciembre 2003, y A. Turrini, «Fiscal policy and the cycle in the euro area: The role of government revenue and expenditure», *European Commission Economic Papers*, n.º 323, 2008.

5 Véase, por ejemplo, A. Afonso y M. St. Aubyn, «Macroeconomic Rates of Return of Public and Private Investment: Crowding-in and Crowding-out Effects», Working Paper Series, n.º 864, BCE, 2008.

6 Véanse A. Afonso y D. Furceri, «Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth», Working Paper Series, n.º 849, BCE, 2008, y Fatás y Mihov, 2003.

con lentitud o que ni siquiera acometieron reformas⁷. Aunque la causalidad suele ser difícil de precisar con exactitud, es posible que los gobiernos que opten por políticas fiscales activistas en el corto plazo pierdan el interés y la determinación necesarios para introducir reformas estructurales que favorecerían el crecimiento potencial a medio plazo.

La estabilización automática y sus implicaciones para la política fiscal

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporciona orientaciones adecuadas para la ejecución de las políticas fiscales en la zona del euro. El Pacto establece, en particular, la senda de ajuste del saldo presupuestario estructural con miras al cumplimiento del objetivo presupuestario de medio plazo específico de cada país de alcanzar una situación presupuestaria «próxima al equilibrio o de superávit». Estos objetivos de medio plazo se han fijado en un nivel que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas y proporcione un margen de maniobra suficiente para evitar incumplir el valor de referencia del 3% del PIB para el déficit público cuando se produzcan fluctuaciones económicas normales. Ciertamente, los países que hayan alcanzado sus objetivos presupuestarios a medio plazo pueden dejar actuar a los estabilizadores automáticos y, de este modo, ayudar a moderar las fluctuaciones económicas⁸. Cuantos más países de la zona del euro se encuentren en esta situación, mayor será el margen disponible para que los estabilizadores automáticos operen sin restricciones a escala de la zona del euro en su conjunto, contribuyendo de ese modo al correcto funcionamiento de la UEM.

Las ventajas de poder dejar actuar a los estabilizadores automáticos son bien conocidas. No están sujetos a retardos en las decisiones, en contraposición a las medidas discrecionales. Además, tampoco dependen de los procesos de toma de decisiones políticas, y su impacto económico se ajusta automáticamente al ciclo⁹. Al mismo tiempo, la ardua experiencia de las últimas décadas indica que se debe actuar con cautela. La evidencia reciente confirma las ventajas de los estabilizadores automáticos, pero apunta a que niveles de gasto público por encima del 40% del PIB ya no causan efectos estabilizadores adicionales¹⁰. Por otra parte, la acción de los estabilizadores automáticos sobre el gasto puede utilizarse inapropiadamente como excusa para superar los límites de gasto público, una situación que podría ser difícil de revertir. Por último, un aspecto también importante es que existe una incertidumbre considerable en torno a la estimación de las brechas de producción y, por tanto, acerca de hasta qué punto los estabilizadores automáticos ya están causando efecto sobre la economía¹¹.

En síntesis, los países de la zona del euro con niveles elevados de déficit público y ratios de deuda todavía sustanciales deben dar prioridad al cumplimiento de las obligaciones de saneamiento de las finanzas públicas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para alcanzar los respectivos objetivos presupuestarios a medio plazo. La consecución de estos objetivos proporciona margen a los países para dejar actuar sin restricciones a los estabilizadores automáticos, contribuyendo con ello a la estabilización del ciclo económico. Por tanto, deben resistir la tentación de adoptar medidas fiscales para ajustar la

7 Véase S. Hauptmeier, M. Heipertz, y L. Schuknecht, «Expenditure reform in industrialised countries – A case study approach», *Fiscal Studies*, 28 (3), pp. 293-342, 2007.

8 Se prevé que las prestaciones sociales, como las prestaciones por desempleo, aumenten y que los ingresos impositivos y las cotizaciones sociales disminuyan automáticamente en las fases bajistas del ciclo económico, y que suceda lo contrario en las fases alcistas.

9 Sobre la magnitud de los estabilizadores automáticos, véase, por ejemplo, A. Fatás, e I. Mihov, «Government size and automatic stabilisers: international and intranational evidence», *Journal of International Economics*, 55 (1), pp. 3-28, 2001.

10 Véase X. Debrun, J. Pisani-Ferry y A. Sapir, «Government size and output volatility: should we forsake automatic stabilisation?», WP/08/122, FMI, 2008.

11 Las diferencias entre la estimación sincrónica de la brecha de producción y la posterior a las revisiones finales del PIB están documentadas por A. Orphanides y S. van Norden, «The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time», *Journal of Money, Credit and Banking*, 37 (3), pp. 583-601, 2005, y en el recuadro titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de las brechas de producción», en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005, mientras que los estabilizadores automáticos se consideran en el artículo titulado «Funcionamiento de los estabilizadores automáticos en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2002.

economía en el corto plazo, ya que estas pueden acabar siendo perjudiciales para el crecimiento a largo plazo y para la sostenibilidad presupuestaria. A este respecto sería conveniente que los gobiernos de la zona del euro tengan en cuenta la experiencia de los años setenta y se aseguren de que se aplican políticas fiscales firmes y prudentes de forma sistemática. Por último, las medidas discrecionales de estímulo fiscal también comportan riesgos inflacionistas. Dado que, actualmente, la inflación de la zona se sitúa en niveles elevados, los impulsos adicionales de la política presupuestaria acentuarían los riesgos para la estabilidad de precios, y aunque su magnitud fuera reducida, podrían causar efectos negativos prolongados si contribuyen a aumentar las expectativas de inflación.

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

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de mayo de 2008, 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 medio anual del PIB real se situará entre el 1,5% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1,0% y el 2,0% en el 2009. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 3,2% y el 3,6% en el 2008 y entre el 1,8% y el 3% 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 de las materias primas y las políticas fiscales.

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de mayo de 2008¹. 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 2008, seguido de un descenso hasta el 4,3% en el 2009². 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 aumento gradual desde el 4,4% en promedio en el 2008 hasta el 4,6% en el 2009. El escenario de referencia de las proyecciones también incluye el supuesto de que los diferenciales de los préstamos bancarios se mantendrán en el nivel actual, como reflejo del reciente 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 del petróleo se situarán en 113,3 dólares estadounidenses por barril en el 2008, y en 117,7 en el 2009. Se considera que los precios medios anuales en dólares estadounidenses de las materias primas minerales no energéticas se incrementarán una media anual del 13,8% en el 2008 y del 6,2% en el 2009. Los precios internacionales de los alimentos aumentarían previsiblemente un 44% en el 2008 y un 6,1% 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 cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,54 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 6,4% superior a la media del 2007, y en el 2009 un 0,4% superior a la media del 2008.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países 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 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del 2009. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta mediados del 2009 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.
 - 2 Las expectativas de los mercados medidas por los tipos de interés a plazo podrían desviarse ligeramente de los tipos de los futuros sobre el EURIBOR. Véase la nota metodológica del recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» del Boletín Mensual de marzo del 2007.
- 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 dichas diferencias. Sin embargo, debido a la evolución de los mercados financieros y de los precios de las materias primas, el grado de incertidumbre que rodea actualmente a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.

ENTORNO INTERNACIONAL

Se espera que el crecimiento económico mundial, excluida la zona del euro, se debilite en el 2008, antes de acelerarse gradualmente durante el 2009. La moderación proyectada para el 2008 refleja, principalmente, una desaceleración tanto en Estados Unidos como en varias economías desarrolladas, que se están viendo afectadas por las actuales turbulencias financieras. Tras el debilitamiento de la actividad en Estados Unidos durante del primer semestre del 2008, se proyecta que se produzca una recuperación gradual respaldada por una política monetaria más expansiva y, de forma temporal, por el estímulo proporcionado por las recientes medidas fiscales, así como por la actual fortaleza de la demanda exterior neta. Pese a que se espera que la desaceleración en Estados Unidos se contagie a otras economías, y en particular a sus principales socios comerciales, sus efectos serían relativamente limitados en los mercados emergentes y en los países productores de materias primas.

En conjunto, el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro proyectado se situará en promedio en torno al 4% tanto en el 2008 como en el 2009. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría alrededor del 5,6% en el 2008 y del 5,8% en el 2009.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El ritmo subyacente de crecimiento económico de la zona del euro se ha mantenido en una senda de moderación desde el 2006. Los indicadores más recientes confirman una desaceleración, atribuible al incremento de los precios de las materias primas, a la apreciación del tipo de cambio y a la ralentización de la economía mundial. Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,8% en el primer trimestre del 2008, frente al 0,3% registrado en el cuarto trimestre del 2007. Dado que este resultado, muy favorable, está en parte relacionado con factores temporales, se espera cierta volatilidad en las tasas de crecimiento trimestrales y se proyecta que la actividad económica de la zona del euro se modere en los próximos trimestres. Se estima que la actividad económica comenzará a acelerarse en el 2009, beneficiándose de la recuperación mundial y alcanzando tasas de crecimiento trimestrales en torno al 0,5% al final del horizonte contemplado por las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones señalan que la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará entre el 1,5% y el 2,1% en el 2008, viéndose afectada por el efecto arrastre generado por la tasa de crecimiento económico de 0,7 puntos porcentuales registrada en el 2007, mientras que en el 2009 se situará entre el 1% y el 2%.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, el crecimiento del consumo privado disminuirá previsiblemente en el 2008 debido, principalmente, al debilitamiento de la renta real

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

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

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 Chipre y Malta desde el 2007, a excepción de las relativas al IAPC, que sólo incluyen a estos países desde el 2008. Las participaciones de Chipre y Malta en el PIB de la zona del euro se sitúan en torno al 0,2% y al 0,1% respectivamente.

consecuencia de los precios más elevados de las materias primas. En el 2009, dado que se proyecta que la inflación se reduzca y que la renta real se recupere gradualmente, se estima que el crecimiento del consumo privado aumentará de nuevo. El consumo público se incrementaría moderadamente a lo largo del horizonte considerado.

Se espera una desaceleración de la inversión privada durante el período abarcado por las proyecciones, como reflejo de la ralentización cíclica y de unas condiciones de financiación más restrictivas, si bien continuaría creciendo con intensidad, favorecida por la elevada tasa de utilización de la capacidad productiva y la escasez de equipo señalada. La inversión privada en vivienda, al margen del patrón cíclico, se reduciría durante el horizonte temporal proyectado reflejando la actual corrección en el mercado inmobiliario y el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos. Por último, el crecimiento de la inversión pública disminuiría en el 2008 y repuntaría considerablemente en el 2009. En conjunto, la tasa media de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo se situaría entre el 1,3% y el 3,5% en el 2008, y entre el -0,4% y el 2,8% en el 2009.

El crecimiento de las exportaciones se verá afectado por la desaceleración de la economía mundial durante el horizonte proyectado. Adicionalmente, es previsible un descenso de las cuotas de exportación de la zona del euro atribuible a la mayor competencia de los mercados emergentes y a la pérdida de competitividad en términos de precios. Se proyecta 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 que abarcan las proyecciones.

Se espera que el empleo siga aumentando durante el horizonte temporal considerado, aunque de forma moderada, como consecuencia del ritmo de la actividad económica y del efecto moderador del acentuado crecimiento de los salarios reales sobre la demanda de mano de obra. Además, la tasa de crecimiento de la población activa sería inferior a la de los últimos años, como resultado del menor crecimiento de la población en edad de trabajar y de la esperada moderación del incremento de las tasas de participación, derivada esta última de una situación de la demanda de empleo menos favorable y de la atenuación de los efectos de las reformas de los mercados de trabajo. En este contexto, la tasa de desempleo proyectada se mantiene sin variación.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

El aumento de la inflación medida por el IAPC desde finales del 2007 es fundamentalmente atribuible a la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. De cara al futuro, sobre la base de los actuales precios de los futuros sobre la energía y los alimentos, se parte del supuesto de que las presiones externas sobre los precios disminuirán en el 2009, debido en parte a la pasada apreciación del tipo de cambio del euro.

Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, las proyecciones señalan que los salarios del total de la economía por asalariado experimentarán un mayor crecimiento que en los últimos años durante el horizonte considerado, reflejando la información disponible sobre los acuerdos salariales y los signos de tensión en los mercados de trabajo. En el 2008, como se espera que el crecimiento de la productividad del trabajo se reduzca debido a la evolución cíclica, el crecimiento de los costes laborales unitarios se incrementaría considerablemente, aunque su repercusión sobre la inflación se vería suavizado por el descenso del crecimiento de los márgenes de beneficio debido a la ralentización económica. En el 2009, se proyecta que el mayor crecimiento de la productividad del trabajo y el menor crecimiento salarial moderen las presiones internas de los costes, mientras que el crecimiento de los márgenes de

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de marzo del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2008	2009
PIB real - Marzo 2008	1,3-2,1	1,3-2,3
PIB real - Junio 2008	1,5-2,1	1,0-2,0
IAPC - Marzo 2008	2,6-3,2	1,5-2,7
IAPC - Junio 2008	3,2-3,6	1,8-3,0

beneficio aumentaría de nuevo. Adicionalmente, es previsible que los precios administrados y los impuestos indirectos ejerzan un efecto al alza sobre la inflación medida por el IAPC durante el período abarcado por las proyecciones.

Como resultado de estos factores, se proyecta que la tasa media de variación del IAPC se sitúe entre el 3,2% y el 3,6% en el 2008, para disminuir en el 2009 situándose en un intervalo entre el 1,8% y el 3%.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DEL 2008

Por lo que se refiere al crecimiento del PIB real, el intervalo actualmente proyectado para el 2008 se encuentra en la parte superior del intervalo indicado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de marzo del 2008, como consecuencia en gran parte de los últimos datos favorables relativos al primer trimestre del año. El intervalo correspondiente al 2009 se ha ajustado a la baja, en consonancia con los efectos anticipados de unos precios de la energía más elevados 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 tanto para el 2008 como para el 2009 se han corregido al alza, como resultado principalmente de los supuestos relativos a los precios de la energía y de los alimentos, superiores con respecto a las proyecciones de marzo.

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 otras 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 actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,7% en el 2008, y entre el 1,2% y el 1,6% en el 2009. Todas las previsiones de crecimiento publicadas se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Las previsiones señalan que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo

comprendido entre el 2,8% y el 3,4% en el 2008, lo que significa que diversas previsiones se sitúan por debajo del intervalo que figura en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema debido, posiblemente, a la utilización de supuestos para los precios de las materias primas menos actuales. Para el 2009, las previsiones se encuadran en el intervalo de 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	
		2008	2009	2008	2009
FMI	Abr 2008	1,4	1,2	2,8	1,9
Comisión Europea	Abr 2008	1,7	1,5	3,2	2,2
Encuesta a expertos en previsión económica	Abr 2008	1,6	1,6	3,0	2,2
Consensus Economics Forecasts	May 2008	1,5	1,6	3,1	2,1
OCDE	Jun 2008	1,7	1,4	3,4	2,4
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Jun 2008	1,5-2,1	1,0-2,0	3,2-3,6	1,8-3,0

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2008 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, de abril del 2008; Economic Outlook de la OCDE, n.º 83, junio del 2008 (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

Tras la apreciación registrada en el segundo semestre del 2007, el euro siguió fortaleciéndose hasta mediados de abril del 2008, aproximadamente, y, a partir de entonces, experimentó un retroceso y, prácticamente, se estabilizó durante el mes de mayo. El 4 de junio, la moneda única se situaba, en términos efectivos nominales, un 6,5% por encima de la media observada en el 2007.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

La apreciación del euro en términos efectivos desde el segundo semestre del 2007 ha reflejado, en gran medida, las expectativas de los mercados respecto a la relativa capacidad de resistencia de las principales áreas económicas para hacer frente a la desaceleración mundial en curso. Esta tendencia se mantuvo en el 2008; el euro se apreció en marzo y gran parte de abril y registró un máximo histórico el 23 de abril de 2008.

Esta evolución se debió, entre otros factores, al cambio en las expectativas de los mercados en relación con la relativa capacidad de resistencia de las principales áreas económicas frente a la desaceleración en Estados Unidos, y a las turbulencias en los mercados financieros mundiales, así como a la correspondiente orientación de la política monetaria. Posteriormente, la moneda única se depreció en términos efectivos y, en general, se estabilizó en mayo, como consecuencia, en parte, de la mayor inquietud suscitada en los mercados por las perspectivas de inflación de Esta-

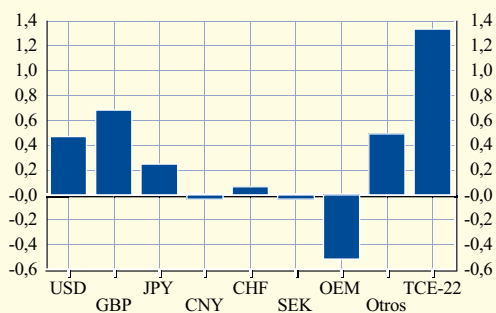
Gráfico 53 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 29 de febrero al 4 de junio de 2008
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

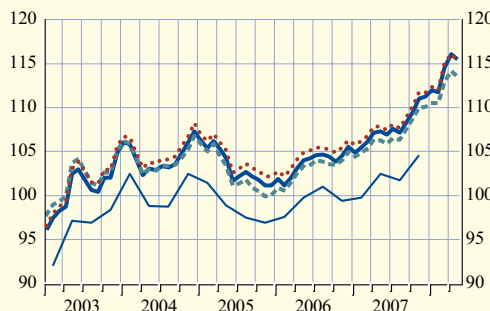
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.

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

Gráfico 54 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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

— Nominal
 Real, IPC
 - - - Real, IPRI
 — Real, CLUM



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-22 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo del 2008. En el caso de los TCE-22 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al cuarto trimestre del 2007.

dos Unidos. El 4 de junio de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 1,3% por encima del nivel observado a finales de febrero y un 6,5% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 53).

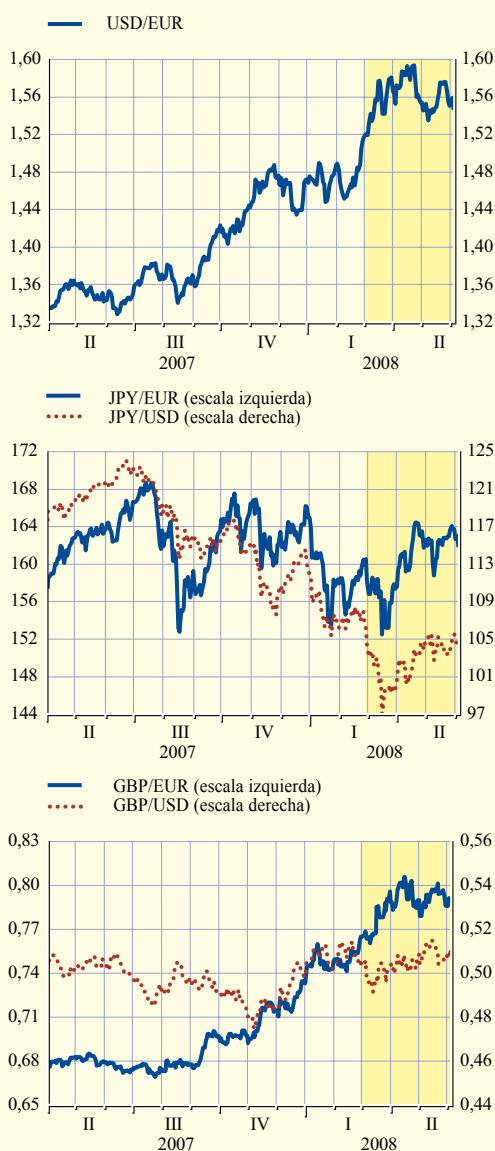
La apreciación del euro en términos efectivos ha sido más bien generalizada en los últimos tres meses. La moneda única experimentó un considerable fortalecimiento frente al won coreano y frente al yen japonés y una apreciación más moderada frente a la libra esterlina, el franco suizo, el dólar estadounidense, el dólar canadiense y el dólar de Hong Kong. Por el contrario, se depreció frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE. Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, en mayo del 2008, sobre la base de la evolución de los precios de consumo y los precios industriales, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó, en promedio, en torno a un 6,4% por encima del nivel observado en el 2007 (véase gráfico 54).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras el inicio de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros en agosto del 2007, el euro se apreció de forma constante frente al dólar estadounidense, estabilizándose después entre finales de noviembre del 2007 y principios de febrero del 2008. Hacia mediados de febrero, el euro reanudó su apreciación a un ritmo más rápido, fundamentalmente como consecuencia de las expectativas de los mercados respecto a un aumento de los diferenciales de tipos de interés y ante las señales de resistencia de la economía de la zona del euro frente a la desaceleración en Estados Unidos. Esta apreciación constante hizo que la moneda única alcanzase el mayor máximo histórico frente al dólar estadounidense registrado desde el inicio de la unión monetaria, situándose, el 23 de abril de 2008, en 1,594 dólares. Posteriormente, el euro experimentó un retroceso y cotizó dentro de unos intervalos estrechos durante el mes de mayo. La depreciación más reciente del euro frente a la moneda estadounidense parece guardar relación, en gran medida, con un cambio en las percepciones de los mercados respecto a la orientación relativa de las políticas monetarias en Estados Unidos y en la zona del euro, sobre todo, tras la publicación de datos indicativos de un repunte de la inflación en Estados Unidos. El 4 de junio, el euro cotizaba a 1,55 dólares, es decir, un 2% por encima del nivel observado a finales de febrero y en torno a un 13% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 55).

Gráfico 55 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al periodo comprendido entre el 29 de febrero de 2008 y el 4 de junio de 2008.

YEN JAPONÉS/EURO

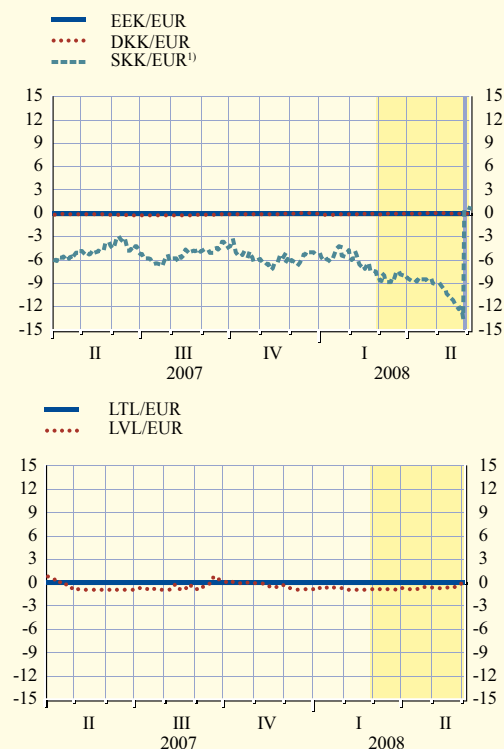
Desde el verano del 2007, el euro ha registrado, en general, grandes oscilaciones frente al yen japonés, fluctuando entre 152 y 167 yenes por euro. En los tres últimos meses, la moneda única se ha apreciado frente al yen en un contexto de constante volatilidad a corto plazo, que, en términos generales, ha reflejado las oscilaciones en las expectativas de los mercados respecto a la volatilidad de los precios de los activos, ya que éstos influyen de manera notable en la rentabilidad esperada de las operaciones de *carry trade*, es decir, operaciones consistentes en contraer préstamos en una moneda de baja rentabilidad en términos de tipos de interés (como el yen japonés) e invertir el producto de la operación en una moneda que, en dichos términos, ofrezca una elevada rentabilidad. Al parecer, el papel desempeñado por el yen japonés como moneda de financiación en esta clase de operaciones ha sido uno de los principales factores determinantes de la evolución de los tipos de cambio bilaterales de la moneda japonesa, lo que ha dado lugar a fluctuaciones en respuesta a los sucesivos cambios en la valoración del riesgo por los participantes en los mercados tras la publicación de datos macroeconómicos en distintos países. De hecho, la volatilidad del tipo de cambio del yen respecto al euro ha oscilado de forma inusualmente acusada y rápida desde el verano del 2007. En general, un aumento de las percepciones del riesgo asociado al tipo de cambio del yen reduce su atractivo como moneda de financiación, lo que tiende a presionar al alza sobre la moneda japonesa, y viceversa. En conjunto, en términos efectivos nominales, el yen se ha apreciado desde el 2007, a pesar de haber experimentado oscilaciones más bien acusadas. En los tres últimos meses, el euro también se ha apreciado frente al yen para cotizar, el 4 de junio de 2008, a 161,82 yenes, es decir, un 2,4% por encima del nivel observado a finales de febrero y menos de medio punto porcentual por encima de la media del 2007 (véase gráfico 55).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los cinco primeros meses del 2008, al igual que en el 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables frente al euro y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 56), con la excepción de la corona eslovaca, frente a la cual, y tras un período de estabilidad generalizada en el 2007, el euro se depreció durante la mayor parte del 2008. Desde finales de febrero, el euro se ha depreciado un 6,8% frente a la moneda eslovaca, cuya paridad central dentro del MTC II se revaluó en un 17,64% con efectos a partir del 29 de mayo (véase el recuadro 11 titulado «La revaluación de la corona eslovaca en el MTC II»). El 4 de junio cotizaba a 30,325 coronas por euro, es decir, un 0,7% por encima de su paridad central y en torno a un 10% por encima del nivel registrado en el 2007.

Gráfico 56 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuentes: BCE.

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

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

De todas las demás monedas que participan en el MTC II (la corona danesa, la corona eslovaca, la litas lituana y el lats letón), sólo el lats letón ha presentado cierta variabilidad. Aunque la moneda letona se ha mantenido en la zona fuerte de la banda de fluctuación, se ha ido desplazando progresivamente hacia la paridad central en el MTC II. El 4 de junio, cotizaba frente al euro menos de medio punto porcentual por encima de dicha paridad y en torno a medio punto porcentual por debajo del nivel observado a finales de febrero.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, tras registrar una apreciación más bien acusada en el segundo semestre del 2007, el euro prácticamente se estabilizó frente a la libra esterlina. Más recientemente, entre finales de febrero y el 4 de junio de 2008, el euro se apreció un 3,3% frente a la libra esterlina como consecuencia de la inquietud suscitada en los mercados por las perspectivas de la economía del Reino Unido y por la exposición al riesgo del sistema financiero británico ante las turbulencias imperantes en los mercados financieros mundiales. Por el contrario, el euro se depreció un 2,8%, un 4,4% y un 8,1%, respectivamente, frente al leu rumano, el zloty polaco y el forint húngaro, en un contexto de aumento de los tipos de interés oficiales en estos tres países.

Recuadro II

LA REVALUACIÓN DE LA CORONA ESLOVACA EN EL MTC II

Con efectos a partir del 29 de mayo de 2008, la corona eslovaca se revaluó un 17,6472% en el MTC II. En este recuadro se proporciona información acerca de la decisión adoptada a este respecto.

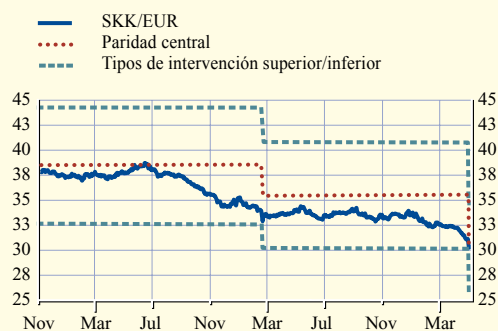
La moneda eslovaca se incorporó al mecanismo de tipos de cambio II (MTC II) el 28 de noviembre de 2005 con una paridad central inicial de 38,4550 coronas por euro. Desde su participación en el MTC II, la corona ha cotizado la mayor parte del tiempo por encima de su paridad central, apoyada en una sólida evolución macroeconómica y unas perspectivas económicas favorables (véase gráfico).

En este contexto, la paridad central de la corona eslovaca en el MTC II se revaluó un 8,5%, situándose en 35,4424 coronas por euro, con efectos a partir del 19 de marzo de 2007, utilizando el procedimiento estándar aplicable a los tipos de cambio en el MTC II¹. Tras la revaluación, la corona eslovaca siguió cotizando constantemente por encima de su paridad central en el MTC II y se vio afectada sólo transitoriamente por las tensiones observadas en los mercados financieros internacionales. A mediados de enero del 2008, la corona comenzó a apreciarse visiblemente frente al euro, en un entorno de fuerte crecimiento económico, y se acentuó esta tendencia tras la publicación de los Informes de Convergencia de la Comisión Europea y el BCE y de la propuesta de la Comisión Europea al Consejo para que Eslovaquia adopte el euro el 1 de enero de 2009. El 28 de mayo de 2008, el tipo de cambio de la moneda eslovaca se situaba en 30,662 coronas por euro, un 13,5% por encima de su paridad central.

1 Para más información, véase el recuadro 7, titulado «Revaluación de la corona eslovaca en el MTC II», publicado en el Boletín Mensual de abril del 2007.

Evolución del tipo de cambio de la corona eslovaca frente al euro desde su incorporación al MTC II

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Cuadro A Paridades centrales del euro y tipos de intervención obligatorios respecto al euro para las monedas que participan en el MTC II, en vigor desde el 29 de mayo del 2008

	Tipo de intervención superior	Paridad central	Tipo de intervención inferior
Corona danesa (DKK)	7,62824	7,46038	7,29252
Corona estonia (EEK)	17,9936	15,6466	13,2996
Lats letón (LVL)	0,808225	0,702804	0,597383
Litas lituana (LTL)	3,97072	3,45280	2,93488
Corona eslovaca (SKK)	34,6449	30,126	25,6071

A petición de las autoridades eslovacas, los ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros de la Comunidad Europea que pertenecen a la zona del euro, el Banco Central Europeo y los ministros de Economía y Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania y Eslovaquia decidieron, de mutuo acuerdo y siguiendo un procedimiento común en el que participa la Comisión Europea, y previa consulta al Comité Económico y Financiero, adaptar la paridad central de la corona eslovaca en el MTC II, revaluándola un 17,6472% con efectos a partir del 29 de mayo de 2008. La nueva paridad central de la corona es de 30,1260 coronas por euro, el límite inferior de la banda de fluctuación anterior, y sigue aplicándose la banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a dicha paridad. En consecuencia, se han establecido nuevos tipos de intervención obligatorios para la corona eslovaca con efectos a partir del 29 de mayo de 2008, como se muestra en el cuadro A.

A continuación se cita un fragmento del comunicado de la Unión Europea publicado el 28 de mayo de 2008:

«La revaluación de la paridad central de la corona eslovaca está justificada por la mejora constante en los fundamentos económicos, y ayudará a las autoridades a mantener la estabilidad macroeconómica. La revaluación se basa en el firme compromiso por parte de las autoridades de aplicar políticas adecuadas encaminadas, en particular, a preservar la estabilidad de precios de forma duradera y reforzar la competitividad exterior y la capacidad de resistencia de la economía.

Entre estas políticas cabe señalar las siguientes: intensificar el ritmo del ajuste presupuestario en términos estructurales en el 2008 y asegurar que se realiza un ajuste estructural medio de al menos el 0,5% del PIB por año a partir del 2009, en consonancia con el dictamen del Consejo de 12 de febrero de 2008 relativo al programa de convergencia actualizado de Eslovaquia; adoptar, en caso necesario, una orientación aún más restrictiva de la política fiscal si surgen presiones inflacionistas; promover una evolución de los salarios que refleje el crecimiento de la productividad del trabajo, en particular en el sector público; perseverar en la aplicación de reformas estructurales que mejoren el marco institucional en las áreas de educación e I+D; mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo (en particular teniendo en cuenta la combinación de una tasa elevada de desempleo estructural, las diferencias regionales y la aparición de desajus-

Cuadro B Algunos indicadores económicos de Eslovaquia

(tasas de variación interanual; en porcentaje)

	2001-2006	2007
Crecimiento económico real	5,5	10,4
Inflación IAPC	5,6	1,9
Balanza por cuenta corriente ¹⁾	-7,5	-5,1
Déficit presupuestario ¹⁾	-4,4	-2,2
Deuda pública ¹⁾	40,1	29,4
Tipo de interés a largo plazo	5,5	4,5
Tipo de interés a corto plazo	5,6	4,3
Tipo de cambio frente al euro (SKK)	41,3	33,8

Fuentes: BCE y Eurostat (base de datos Ameco).
Nota: Los datos reflejan medias anuales.
1) En porcentaje del PIB.

tes en materia de cualificación); y mejorar el entorno empresarial para incrementar el crecimiento de la productividad. Las autoridades eslovacas asegurarán un proceso eficiente de determinación de precios en sectores regulados, en particular en el energético, y seguirán realizando un atento seguimiento de la estabilidad financiera para evitar la relajación de los criterios aplicados en la concesión de créditos y asegurar la contabilización correcta de los riesgos de crédito. Además, las autoridades, junto con los órganos competentes de la UE, observarán muy de cerca la evolución macroeconómica y del tipo de cambio, y se han comprometido a reforzar la orientación de la política en la medida en que sea necesario.

Esta decisión se adopta sin perjuicio de la decisión que pueda adoptar el Consejo en relación con la adopción del euro por Eslovaquia (como establece el apartado 2 del artículo 122 del Tratado)».

OTRAS MONEDAS

El euro registró oscilaciones más bien acusadas frente al franco suizo en el 2007 y, tras una fuerte depreciación en los primeros meses del 2008, se apreció de nuevo a partir de mediados de marzo. El 4 de junio de 2008, el euro cotizaba a 1,60 francos suizos, es decir, un 1% por encima del nivel de finales de febrero. Al parecer, la evolución del euro frente al franco suizo guarda relación con la corrección de las posiciones asumidas en las operaciones de *carry trade*. Al igual que el yen japonés, el franco suizo se ha utilizado como moneda de financiación en este tipo de operaciones financieras.

Entre finales de febrero y el 4 de junio de 2008, el euro se apreció ligeramente frente a la corona noruega. La moneda única también se fortaleció, en general, frente a las monedas de algunos de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro, apreciándose frente al won coreano (10,6%) y frente al dólar de Hong Kong (2,3%). Una notable excepción fue el yuan chino, frente al cual el euro se mantuvo prácticamente estable durante el período considerado.

7.2 BALANZA DE PAGOS

En el primer trimestre del 2008, los datos de la balanza de pagos muestran un repunte del crecimiento de las exportaciones y una ligera aceleración del crecimiento de las importaciones en comparación con el cuarto trimestre del 2007. A pesar de esta evolución, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha seguido reduciéndose hasta situarse en un nivel próximo al equilibrio (en cifras desestacionalizadas) en el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2008. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 32 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta marzo del 2008, frente a las entradas netas de 246,2 mm de euros contabilizadas un año antes. Este descenso refleja, principalmente, una caída de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

A diferencia de la evolución observada en el cuarto trimestre del 2007, el crecimiento de las exportaciones y de las importaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro experimentó una aceleración en el primer trimestre del 2008. Tras el descenso del cuarto trimestre del 2007, las exportaciones nominales de bienes y servicios crecieron a una tasa del 1,8% en cifras desestacionalizadas (véase cuadro 12). Al mismo tiempo, las importaciones de bienes y servicios aumentaron un 2,3% en comparación con el incremento del 1,9% observado en el cuarto trimestre del 2007.

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	
	2008 Feb	2008 Mar	2007 Jun	2007 Sep	2007 Dic	2008 Mar	2007 Mar	2008 Mar
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	7,5	-15,3	3,4	3,3	-1,3	-5,2	6,5	0,4
Bienes	4,5	-3,9	6,1	5,2	2,0	0,8	32,3	42,3
Exportaciones	133,7	127,8	124,2	128,1	126,9	131,0	1.425,4	1.530,7
Importaciones	129,2	131,7	118,2	122,9	124,9	130,2	1.393,1	1.488,4
Servicios	6,0	3,6	3,6	4,7	4,2	4,8	45,1	52,1
Exportaciones	41,7	41,8	40,4	41,9	42,4	41,4	450,9	498,2
Importaciones	35,8	38,1	36,7	37,2	38,2	36,6	405,8	446,2
Rentas	1,1	-4,2	-0,2	0,8	0,6	-2,4	7,9	-3,8
Transferencias corrientes	-4,0	-10,8	-6,1	-7,4	-8,1	-8,4	-78,9	-90,1
Cuenta financiera¹⁾	-24,9	11,8	16,6	32,5	-24,7	4,7	70,2	87,5
Total inversiones directas y de cartera netas	-0,7	-17,5	10,8	8,1	-8,7	0,4	246,2	32,0
Inversiones directas netas	-20,0	-18,8	-19,3	-13,6	6,1	-22,9	-130,2	-149,3
Inversiones de cartera netas	19,4	1,3	30,1	21,7	-14,7	23,3	376,4	181,3
Acciones y participaciones	35,4	4,8	21,5	8,6	-6,1	32,0	213,1	167,9
Valores distintos de acciones	-16,0	-3,5	8,7	13,1	-8,7	-8,6	163,3	13,4
Bonos y obligaciones	-2,8	2,1	3,1	2,6	0,6	9,2	250,9	46,4
Instrumentos del mercado monetario	-13,2	-5,7	5,6	10,5	-9,2	-17,8	-87,6	-33,0
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	1,9	-3,3	1,4	3,3	-0,4	1,8	11,8	8,1
Importaciones	-0,4	3,0	1,4	3,4	1,9	2,3	11,9	7,5
Bienes								
Exportaciones	1,7	-4,4	1,7	3,1	-0,9	3,2	12,9	7,4
Importaciones	-0,3	2,0	0,8	4,0	1,6	4,2	13,1	6,8
Servicios								
Exportaciones	2,3	0,1	0,3	3,8	1,2	-2,2	8,5	10,5
Importaciones	-0,5	6,7	3,2	1,3	2,7	-4,2	7,9	10,0

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

La aceleración de la tasa de crecimiento de las exportaciones y las importaciones en el primer trimestre fue, principalmente, resultado de un repunte del comercio de bienes, que se contrarrestó, en parte, con un descenso tanto de las exportaciones como de las importaciones de servicios. En conjunto, esta evolución parece haber sido, en general, coherente con el crecimiento de la demanda exterior y del PIB de la zona del euro durante este período.

Si bien el descenso de las exportaciones en términos nominales ha estado determinado principalmente por la evolución de las exportaciones en términos reales en el cuarto trimestre del 2007, el reciente repunte parece reflejar el comportamiento tanto en términos reales como de precios. La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta febrero del 2008, indica una recuperación de las exportaciones reales, que crecieron un 0,4% en el período de tres meses transcurrido hasta febrero (véase gráfico 57). Además, los precios de exportación se elevaron un 1,1%, frente a un ligero descenso del 0,1% en los tres meses transcurridos hasta noviembre.

Como indica la desagregación geográfica del comercio de bienes de la zona del euro, la evolución de las exportaciones en términos reales no permite apreciar las diferencias entre las exportaciones de la zona a las distintas regiones de destino. Mientras que las exportaciones reales de la zona del euro se

vieron respaldadas por el sólido crecimiento de las exportaciones a los países de Europa central y oriental y Asia, las exportaciones a Estados Unidos han seguido reduciéndose (véase gráfico 58). Además, recientemente se ha producido también una desaceleración de las exportaciones a los países miembros de la OPEP.

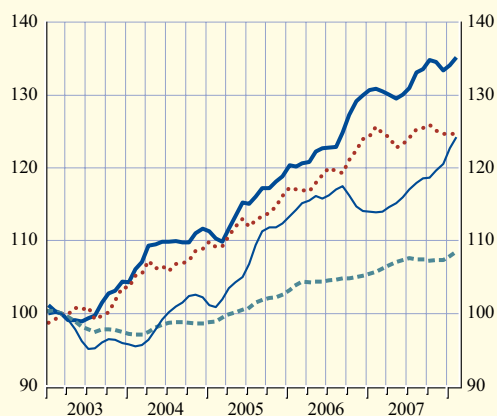
Por lo que respecta a las importaciones, los precios registraron un acusado repunte en el período de tres meses transcurrido hasta febrero, creciendo un 3,8%, al que corresponde, en su mayor parte, la aceleración del crecimiento de las importaciones nominales en el primer trimestre del año. En general, los precios de las importaciones se han incrementado de forma significativa desde el segundo semestre del 2007, debido, en gran medida, a la fuerte subida de los precios tanto del petróleo como de otras materias primas, subida que sólo se contrarrestó en parte por la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Por el contrario, en términos reales, las importaciones han seguido reduciéndose en el período de tres meses transcurrido hasta febrero del 2008 (véase gráfico 57), comportamiento que parece guardar relación, sobre todo, con la moderación del consumo privado en la zona del euro. En lo que se refiere a la composición por productos, los descensos de las importaciones reales fueron generalizados, siendo los bienes de consumo los que registraron la caída más pronunciada.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses se situó en una posición cercana al equilibrio en marzo del 2008, en comparación con el superávit de 6,5 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 59). Esta evolución tuvo su origen, en gran medida, en un cambio de signo de la balanza de rentas, que pasó a registrar déficit, y en un aumento

Gráfico 57 Desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios

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

- Exportaciones reales
- Importaciones reales
- - - Precios de exportación
- Precios de importación

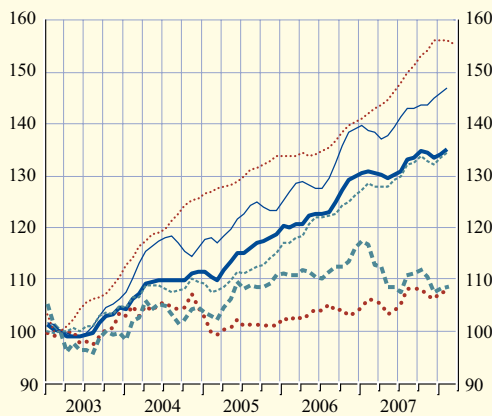


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Las observaciones más recientes sobre países no pertenecientes a la zona del euro corresponden a febrero del 2008.

Gráfico 58 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

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

- Países no pertenecientes a la zona del euro
- Reino Unido
- - - Estados Unidos
- Asia
- OPEP
- - - Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro

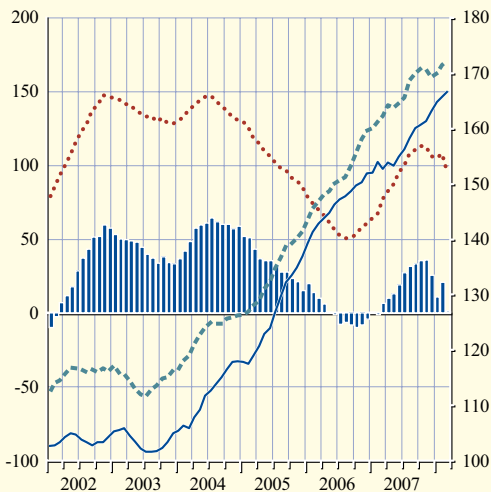


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2008, excepto en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro, los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, Estados Unidos, Reino Unido y Asia (febrero del 2008).

Gráfico 59 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

- Balanza por cuenta corriente (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- Balanza comercial (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- Exportaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)
- Importaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)

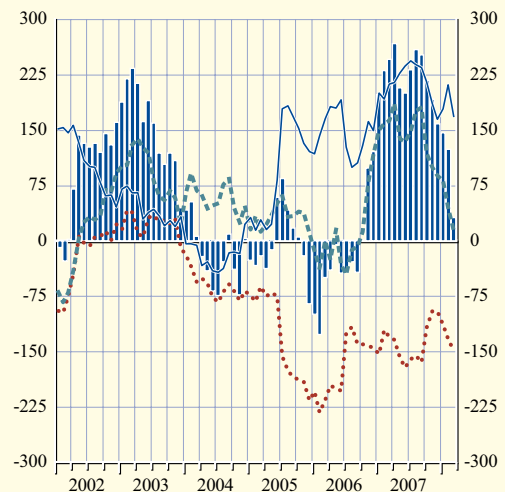


Fuente: BCE.

Gráfico 60 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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

- Inversiones directas y de cartera netas
- Inversión directa neta
- Valores distintos de acciones (neto)
- Acciones y participaciones (neto)



Fuente: BCE.

del déficit de la balanza de transferencias corrientes, que sólo se contrarrestaron, en parte, con sendos aumentos de los superávits de las balanzas de bienes y servicios. Más recientemente, la reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente también ha estado determinada por el descenso del superávit de la balanza de bienes, que se inició en octubre del 2007.

CUENTA FINANCIERA

En el primer trimestre del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 0,4 mm de euros, frente a las salidas netas de 8,7 mm de euros contabilizadas en el cuarto trimestre del 2007 (véase cuadro 12). Este cambio de dirección de los flujos financieros refleja, principalmente, un cambio similar en los valores de renta variable de las inversiones de cartera y, en menor medida, un aumento de las entradas netas de bonos y obligaciones. Esta evolución compensó con creces el cambio de signo de entradas netas a salidas netas en el caso de las inversiones directas y el aumento de las salidas netas de instrumentos del mercado monetario.

En conjunto, los datos correspondientes a marzo sugieren que las inversiones de cartera transfronterizas continuaron viéndose afectadas por las turbulencias en los mercados de crédito, que se iniciaron en agosto del 2007. En particular, los inversores de la zona del euro han seguido actuando con cautela a la hora de planificar sus estrategias de inversión en el exterior. En el primer trimestre del 2008, los residentes en la zona del euro redujeron sus inversiones extranjeras en acciones y participaciones, mientras que la reducción de las inversiones netas en valores de renta fija extranjeros se compensó con un incremento de las inversiones netas en instrumentos del mercado monetario. Por el contrario, los inversores

extranjeros mostraron un renovado interés en invertir allende sus fronteras, en particular en valores de renta variable de la zona del euro.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 32 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2008, frente a las entradas netas de 246,2 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 60). Este descenso refleja, principalmente, una menor entrada neta de inversiones de cartera, que, a su vez, tuvo su origen en una caída de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Al mismo tiempo, las salidas netas de inversiones directas se mantuvieron en un nivel similar al del año anterior, ascendiendo, en cifras acumuladas, a un total de 149,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2008.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ²⁾	M3 ^{3), 2)}	M3 ^{3), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ³⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,3	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,7	4,28	4,38
2007 II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,5	4,07	4,51
III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,1	4,49	4,38
IV	5,9	10,7	12,0	-	11,2	19,8	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,4	11,2	-	11,0	20,5	4,48	4,13
2007 Dic	4,0	10,1	11,5	11,8	11,2	21,9	4,85	4,38
2008 Ene	4,4	10,4	11,6	11,5	11,1	21,8	4,48	4,05
Feb	3,7	10,7	11,3	11,0	11,0	20,4	4,36	4,06
Mar	2,9	9,9	10,1	10,7	10,8	17,1	4,60	4,13
Abr	2,5	10,5	10,6	.	10,6	.	4,78	4,32
May	.	.	.	.	.	.	4,86	4,52

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-24 ⁴⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	40,5	55,6	-94,8	253,9	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 II	0,1	20,1	-57,9	90,4	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	16,8	9,7	18,2	-44,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	-12,1	-2,7	-68,8	70,0	356,3	112,7	113,1	1,4976
2007 Dic	6,1	-2,3	-20,8	-10,1	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 Ene	-15,5	-7,3	-29,9	49,3	374,8	112,0	112,3	1,4718
Feb	10,5	4,2	-20,0	19,4	375,4	111,8	112,0	1,4748
Mar	-7,0	0,3	-18,8	1,3	356,3	114,6	115,0	1,5527
Abr	.	.	.	.	348,7	116,0	116,1	1,5751
May	.	.	.	.	.	115,5	115,4	1,5557

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2008 9 mayo	2008 16 mayo	2008 23 mayo	2008 30 mayo
Oro y derechos en oro	209.628	209.609	209.563	209.545
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	137.324	138.408	138.403	136.301
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	48.204	47.793	53.266	54.943
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.403	15.321	15.677	15.613
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	445.042	486.640	461.949	455.821
Operaciones principales de financiación	150.002	191.499	176.501	170.002
Operaciones de financiación a plazo más largo	295.024	295.026	285.028	285.027
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	14	115	418	791
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	0	2	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	34.575	33.932	32.462	32.095
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	110.608	112.212	112.357	114.000
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	38.009	38.010	38.013	38.007
Otros activos	354.070	358.954	362.107	366.920
Total activo	1.392.863	1.440.879	1.423.797	1.423.245

2. Pasivo

	2008 9 mayo	2008 16 mayo	2008 23 mayo	2008 30 mayo
Billetes en circulación	673.524	671.118	669.292	672.006
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	195.480	233.356	195.456	207.582
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	194.841	233.151	195.380	207.516
Facilidad de depósito	478	46	67	55
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	161	159	9	11
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	174	172	164	156
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	61.588	72.899	88.478	71.916
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	65.675	65.963	73.947	73.373
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.451	1.852	2.876	2.280
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	19.099	18.396	16.282	16.514
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.148	5.148	5.148	5.148
Otros pasivos	142.670	143.806	143.984	146.100
Cuentas de revalorización	156.231	156.231	156.231	156.231
Capital y reservas	71.823	71.938	71.939	71.939
Total pasivo	1.392.863	1.440.879	1.423.797	1.423.245

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			Nivel	Nivel			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2008 6 Feb	223.805	226	161.500	4,00	4,17	4,20	7
13	223.706	229	187.500	4,00	4,10	4,18	7
20	226.655	262	178.000	4,00	4,10	4,15	7
27	233.242	260	183.000	4,00	4,10	4,15	7
5 Mar	240.542	264	176.500	4,00	4,11	4,14	7
12	260.402	298	209.500	4,00	4,12	4,16	7
19	295.701	336	202.000	4,00	4,16	4,20	7
26	302.534	301	216.000	4,00	4,23	4,28	7
2 Abr	283.699	306	150.000	4,00	4,21	4,25	7
9	247.590	295	130.000	4,00	4,23	4,24	7
16	249.682	310	204.500	4,00	4,21	4,26	7
23	218.419	302	173.000	4,00	4,21	4,25	7
30	247.451	316	170.000	4,00	4,26	4,29	7
7 May	229.288	304	150.000	4,00	4,26	4,29	7
14	208.523	287	191.500	4,00	4,18	4,26	7
21	203.091	326	176.500	4,00	4,15	4,22	7
28	224.080	330	170.000	4,00	4,19	4,23	7
4 Jun	210.100	336	153.000	4,00	4,17	4,22	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2007 23 Nov	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91
12 Dic	105.126	122	60.000	-	4,81	4,88	92
20	48.476	97	48.476	-	4,00	4,56	98
2008 31 Ene	98.183	151	50.000	-	4,21	4,33	92
21 Feb	110.490	105	60.000	-	4,15	4,26	91
28	109.612	165	50.000	-	4,16	4,23	91
13 Mar	132.591	139	60.000	-	4,25	4,40	91
27	131.334	190	50.000	-	4,44	4,53	91
3 Abr	103.109	177	25.000	-	4,55	4,61	189
2 May	101.175	177	50.000	-	4,67	4,75	90
22	86.628	138	50.000	-	4,50	4,68	84
29	97.744	171	50.000	-	4,51	4,62	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 17 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	36.610	25	36.610	4,00	-	-	-	2
19	Captación de depósitos a plazo fijo	133.610	52	133.610	4,00	-	-	-	1
20	Captación de depósitos a plazo fijo	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
21	Captación de depósitos a plazo fijo	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Captación de depósitos a plazo fijo	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Captación de depósitos a plazo fijo	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Captación de depósitos a plazo fijo	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Captación de depósitos a plazo fijo	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 Mar	Operaciones temporales	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operaciones temporales	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operaciones temporales	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	14.880	7	14.880	4,00	-	-	-	1
13 May	Captación de depósitos a plazo fijo	32.465	29	23.500	4,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
II	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	
III	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	
IV ²⁾	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 Ene	17.678,3	9.525,3	845,1	2.140,6	1.512,9	3.654,4	
Feb	17.734,6	9.572,0	844,7	2.132,7	1.533,9	3.651,2	
Mar	17.703,1	9.551,5	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2008 15 Ene ³⁾	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 May	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 Jun	207,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ⁴⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2008 15 Ene	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,9	-112,3	208,6	876,5

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Malta y Chipre. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades radicadas en Malta o Chipre. Comenzando con la base de reservas vigente al final de enero del 2008, se aplica el procedimiento estándar [véase el Reglamento (CE) n° 1348/2007 del BCE, de 9 de noviembre de 2007, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta (BCE/2007/11)].
- Debido a la adopción el euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 13 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 12 y el 31 de diciembre de 2007 y las exigencias de reservas de los 15 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008.
- A partir del 1 de enero de 2008, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banco Central de Malta y el Banco Central de Chipre antes del 1 de enero de 2008 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2007 IV	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 I	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
2008 Ene	1.934,3	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
2008 Feb	1.957,8	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
2008 Mar	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
2008 Abr ^(p)	2.012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
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	25.974,6	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.194,5	4.330,4	172,6	1.733,9
2007	29.467,6	16.902,9	956,1	10.158,1	5.788,7	3.880,7	1.194,1	949,7	1.736,9	93,5	1.318,5	4.873,1	206,0	2.193,0
2007 IV	29.467,6	16.902,9	956,1	10.158,1	5.788,7	3.880,7	1.194,1	949,7	1.736,9	93,5	1.318,5	4.873,1	206,0	2.193,0
2008 I	30.233,4	17.231,1	958,2	10.447,7	5.825,2	4.037,2	1.216,4	1.004,8	1.815,9	100,4	1.312,4	4.971,8	197,4	2.383,1
2008 Ene	30.051,9	17.122,7	961,0	10.299,1	5.862,6	3.973,5	1.219,7	962,1	1.791,8	98,2	1.315,4	5.090,0	205,7	2.246,5
2008 Feb	30.224,5	17.164,7	951,4	10.354,6	5.858,7	4.023,9	1.216,4	983,9	1.823,6	102,7	1.303,0	5.129,2	200,6	2.300,4
2008 Mar	30.233,4	17.231,1	958,2	10.447,7	5.825,2	4.037,2	1.216,4	1.004,8	1.815,9	100,4	1.312,4	4.971,8	197,4	2.383,1
2008 Abr ^(p)	30.524,9	17.426,3	971,2	10.524,3	5.930,9	4.094,6	1.223,1	1.032,1	1.839,5	99,9	1.365,8	5.078,4	197,8	2.262,0

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2007 IV	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 I	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
2008 Ene	1.934,3	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
2008 Feb	1.957,8	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
2008 Mar	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
2008 Abr ^(p)	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
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	25.974,6	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,6
2007	29.467,6	-	15.085,2	127,1	8.865,9	6.092,1	754,1	4.645,2	1.678,8	4.530,2	2.774,2
2007 IV	29.467,6	-	15.085,2	127,1	8.865,9	6.092,1	754,1	4.645,2	1.678,8	4.530,2	2.774,2
2008 I	30.233,4	-	15.293,1	139,8	9.017,3	6.136,0	843,0	4.678,6	1.719,0	4.761,2	2.938,5
2008 Ene	30.051,9	-	15.192,5	114,3	8.931,1	6.147,1	835,5	4.686,7	1.699,4	4.795,9	2.841,9
2008 Feb	30.224,5	-	15.224,3	135,4	8.947,6	6.141,3	852,8	4.686,7	1.702,8	4.869,1	2.889,0
2008 Mar	30.233,4	-	15.293,1	139,8	9.017,3	6.136,0	843,0	4.678,6	1.719,0	4.761,2	2.938,5
2008 Abr ^(p)	30.524,9	-	15.489,1	130,9	9.114,8	6.243,3	850,7	4.705,8	1.726,5	4.927,6	2.825,3

Fuente: BCE.

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

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

3) Saldo 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	19.743,9	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	829,9	4.681,8	187,3	1.941,4
2007	22.349,0	11.132,6	973,9	10.158,7	2.370,9	1.419,2	951,7	903,5	5.246,8	221,1	2.474,1
2007 IV	22.349,0	11.132,6	973,9	10.158,7	2.370,9	1.419,2	951,7	903,5	5.246,8	221,1	2.474,1
2008 I	23.017,4	11.425,9	977,6	10.448,3	2.459,4	1.452,3	1.007,1	871,5	5.355,2	212,6	2.692,7
2008 Ene	22.839,4	11.280,2	980,5	10.299,7	2.413,9	1.449,9	964,0	893,5	5.491,2	221,1	2.539,5
Feb	22.980,8	11.326,1	970,8	10.355,2	2.438,7	1.452,6	986,1	872,3	5.529,8	216,0	2.598,0
Mar	23.017,4	11.425,9	977,6	10.448,3	2.459,4	1.452,3	1.007,1	871,5	5.355,2	212,6	2.692,7
Abr ^(p)	23.183,6	11.514,9	990,0	10.525,0	2.492,7	1.458,2	1.034,5	921,2	5.453,7	213,8	2.587,3
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	1.998,4	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	98,5	802,0	6,4	203,5
2007	2.590,9	1.014,7	-9,7	1.024,4	229,5	-46,8	276,3	59,9	791,3	-0,5	496,0
2007 IV	552,8	230,5	8,0	222,5	99,9	-12,1	112,0	45,6	91,2	-5,8	91,5
2008 I	782,8	258,3	0,9	257,4	81,8	24,8	57,1	-10,8	261,3	-9,7	201,8
2008 Ene	413,0	95,0	3,6	91,5	22,4	13,5	8,9	6,5	237,9	-1,3	52,4
Feb	191,9	51,4	-9,6	61,0	26,1	2,9	23,2	-19,8	83,9	-5,1	55,5
Mar	177,8	111,9	6,9	104,9	33,3	8,3	25,0	2,5	-60,5	-3,3	94,0
Abr ^(p)	154,0	89,7	12,1	77,6	36,9	9,3	27,6	47,7	85,1	1,2	-106,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,9	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.276,5	4.026,5	2.566,2	15,6
2007	22.349,0	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.866,9	1.484,4	4.596,2	3.104,5	-38,1
2007 IV	22.349,0	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.866,9	1.484,4	4.596,2	3.104,5	-38,1
2008 I	23.017,4	632,9	200,2	9.038,1	742,5	2.822,5	1.508,5	4.831,5	3.254,4	-13,1
2008 Ene	22.839,4	623,1	168,9	8.952,0	737,3	2.853,8	1.515,8	4.868,8	3.150,8	-31,1
Feb	22.980,8	628,7	189,2	8.970,7	750,1	2.822,5	1.514,8	4.927,3	3.200,9	-23,3
Mar	23.017,4	632,9	200,2	9.038,1	742,5	2.822,5	1.508,5	4.831,5	3.254,4	-13,1
Abr ^(p)	23.183,6	641,3	197,8	9.138,0	750,7	2.825,1	1.503,3	5.008,9	3.145,0	-26,6
Operaciones										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.998,4	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,2	601,6	253,3	45,3
2007	2.590,9	45,8	-13,3	835,0	54,7	270,2	163,3	775,8	464,4	-5,0
2007 IV	552,8	28,1	-49,8	311,2	-12,7	22,7	83,3	98,6	64,9	6,5
2008 I	782,8	-6,7	46,8	123,7	53,4	-6,0	32,6	337,4	147,5	54,0
2008 Ene	413,0	-16,4	15,3	21,0	43,8	2,2	12,8	259,4	60,8	14,1
Feb	191,9	5,6	20,3	25,6	11,9	-22,7	2,3	97,6	36,4	14,9
Mar	177,8	4,1	11,2	77,1	-2,3	14,5	17,5	-19,6	50,2	25,0
Abr ^(p)	154,0	8,5	-2,4	96,6	8,8	0,7	4,8	156,4	-104,1	-15,4

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) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

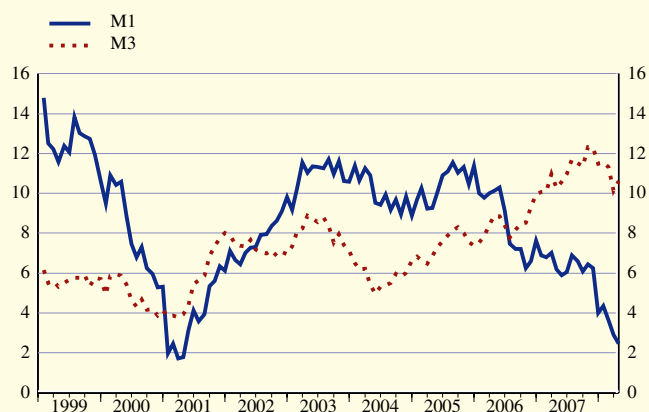
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	Préstamos										
Saldos vivos											
2005	3.423,3	2.653,2	6.076,5	998,1	7.074,6	-	5.000,6	2.473,0	9.564,3	8.289,3	424,3
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,7	7.740,8	-	5.429,7	2.321,3	10.664,1	9.171,5	635,7
2007	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,7	8.650,1	-	5.974,7	2.417,2	12.046,2	10.174,7	630,3
2007 IV	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,7	8.650,1	-	5.974,7	2.417,2	12.046,2	10.174,7	630,3
2008 I	3.855,1	3.672,1	7.527,3	1.337,2	8.864,5	-	5.972,4	2.421,5	12.328,5	10.451,8	541,7
2008 Ene	3.857,1	3.580,7	7.437,8	1.349,2	8.787,0	-	6.037,4	2.430,8	12.172,5	10.303,6	620,0
Feb	3.853,5	3.635,8	7.489,3	1.339,6	8.828,9	-	6.014,7	2.423,7	12.246,0	10.372,6	599,2
Mar	3.855,1	3.672,1	7.527,3	1.337,2	8.864,5	-	5.972,4	2.421,5	12.328,5	10.451,8	541,7
Abr ^(p)	3.842,4	3.780,1	7.622,5	1.334,5	8.957,1	-	6.003,7	2.433,7	12.419,8	10.515,2	477,9
Operaciones											
2005	339,8	139,3	479,1	8,4	487,5	-	401,5	94,1	837,0	701,8	-0,4
2006	261,2	309,8	571,0	131,0	702,0	-	427,5	-114,7	1.107,4	898,6	200,6
2007	147,3	523,4	670,8	220,3	891,1	-	489,8	-60,1	1.368,2	1.029,7	14,9
2007 IV	18,2	160,6	178,8	54,7	233,5	-	139,0	6,4	389,1	238,5	-22,2
2008 I	14,3	143,1	157,4	9,4	166,7	-	33,1	-6,9	273,1	244,9	-37,8
2008 Ene	9,5	45,8	55,3	16,5	71,8	-	44,5	-6,6	89,9	79,4	-3,7
Feb	0,0	57,0	57,0	-10,1	46,9	-	-9,6	-6,8	81,5	74,5	-14,6
Mar	4,7	40,4	45,1	3,0	48,1	-	-1,8	6,5	101,7	91,0	-19,6
Abr ^(p)	-13,5	107,2	93,8	-2,2	91,5	-	37,9	15,3	90,5	64,4	-56,2
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 Dic	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	14,9
2007 Dic	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	14,9
2008 Mar	2,9	18,3	9,9	11,8	10,1	10,7	6,6	-1,9	12,2	10,8	-161,2
2008 Ene	4,4	17,9	10,4	18,2	11,6	11,5	9,0	-2,6	12,7	11,1	17,5
Feb	3,7	19,4	10,7	15,0	11,3	11,0	8,0	-2,8	12,6	11,0	-37,9
Mar	2,9	18,3	9,9	11,8	10,1	10,7	6,6	-1,9	12,2	10,8	-161,2
Abr ^(p)	2,5	20,2	10,5	11,2	10,6	.	6,5	-0,4	11,8	10,6	-191,8

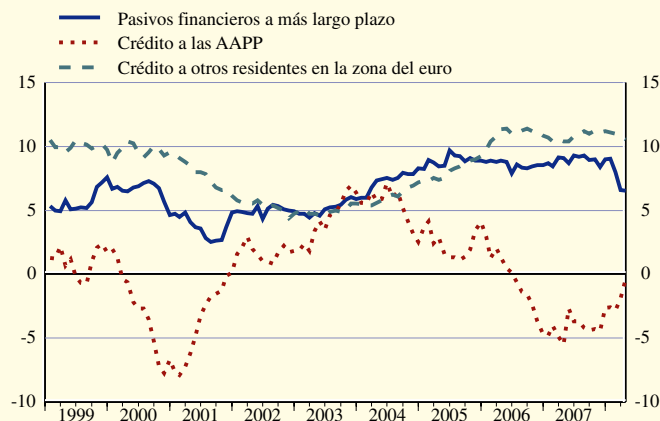
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

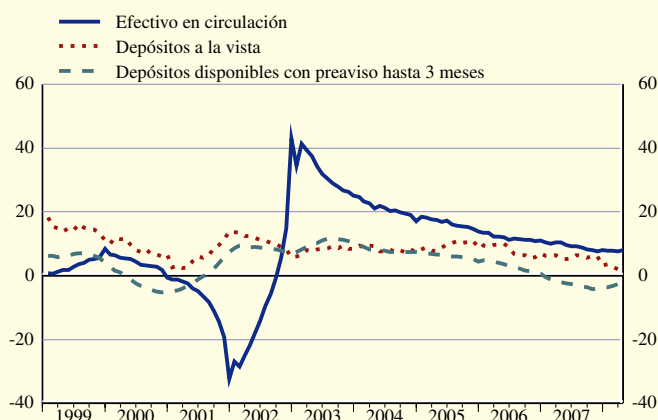
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,1	2.902,2	1.109,6	1.543,7	236,0	635,9	126,2	2.205,0	86,8	1.511,3	1.197,5
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	637,0	198,6	2.399,6	102,2	1.655,0	1.273,0
2007	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,8	316,5	2.561,1	119,6	1.813,5	1.480,6
2007 IV	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,8	316,5	2.561,1	119,6	1.813,5	1.480,6
2008 I	638,0	3.217,1	2.130,6	1.541,6	307,7	746,9	282,5	2.540,6	119,4	1.813,2	1.499,1
2008 Ene	629,5	3.227,6	2.043,7	1.537,0	306,4	745,2	297,7	2.579,0	122,9	1.819,0	1.516,6
Feb	634,2	3.219,3	2.099,1	1.536,6	313,4	754,8	271,5	2.561,4	121,3	1.816,0	1.516,1
Mar	638,0	3.217,1	2.130,6	1.541,6	307,7	746,9	282,5	2.540,6	119,4	1.813,2	1.499,1
Abr ^(p)	644,8	3.197,6	2.237,3	1.542,9	323,5	742,5	268,5	2.557,1	118,8	1.818,0	1.509,8
Operaciones											
2005	63,0	276,8	70,3	69,0	-7,1	-0,9	16,4	199,5	-4,3	111,4	94,9
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,1	217,2	15,4	138,1	56,8
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,8	118,2	152,4	9,9	164,5	163,1
2007 IV	14,2	4,0	171,6	-11,1	12,2	8,8	33,8	3,2	-0,1	51,1	84,8
2008 I	11,2	3,1	142,4	0,7	0,6	31,3	-22,5	6,5	-1,5	1,3	26,9
2008 Ene	2,7	6,8	49,8	-4,1	-0,9	25,0	-7,6	22,0	1,9	3,2	17,5
Feb	4,7	-4,6	57,2	-0,3	7,0	8,8	-25,9	-9,2	-1,5	-1,6	2,7
Mar	3,8	0,9	35,3	5,1	-5,5	-2,5	11,0	-6,4	-1,8	-0,3	6,7
Abr ^(p)	6,8	-20,2	106,0	1,3	15,8	-3,9	-14,2	14,7	-0,7	3,1	20,7
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,5	6,4	9,6	9,9	12,5
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,5	6,4	9,6	9,9	12,5
2008 Mar	7,7	2,0	39,6	-2,5	11,2	8,2	22,2	3,8	3,5	7,1	11,5
2008 Ene	7,8	3,7	41,3	-3,7	17,6	11,0	40,0	6,4	9,2	9,5	13,3
Feb	7,7	2,9	43,4	-3,1	18,4	10,9	21,9	4,8	6,3	8,9	12,8
Mar	7,7	2,0	39,6	-2,5	11,2	8,2	22,2	3,8	3,5	7,1	11,5
Abr ^(p)	8,0	1,4	42,4	-2,2	17,8	6,6	15,7	3,6	1,9	6,5	12,3

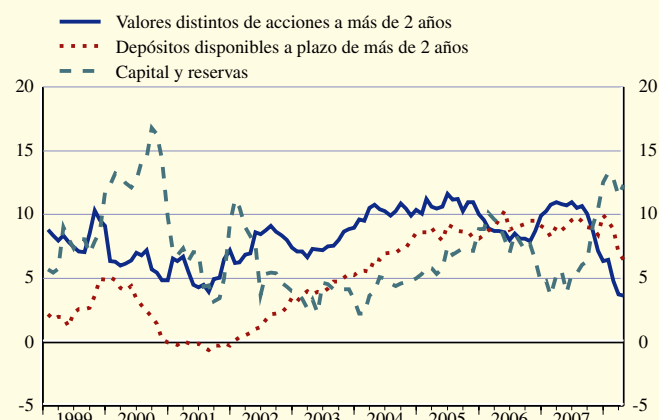
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

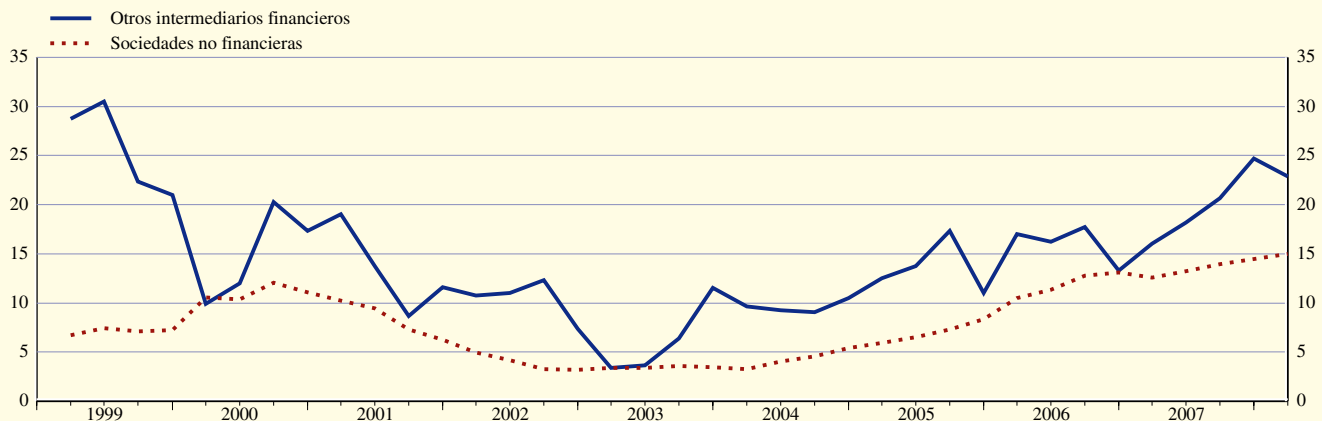
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007	96,4	70,6	864,6	524,4	4.389,0	1.276,7	858,9	2.253,3
2007 IV	96,4	70,6	864,6	524,4	4.389,0	1.276,7	858,9	2.253,3
2008 I	104,2	78,7	935,3	588,0	4.548,1	1.329,8	895,4	2.323,0
2008 Ene	101,7	75,7	900,0	557,6	4.462,0	1.296,2	878,7	2.287,0
Feb	102,7	76,7	900,4	557,9	4.499,8	1.309,0	887,9	2.302,9
Mar	104,2	78,7	935,3	588,0	4.548,1	1.329,8	895,4	2.323,0
Abr ^(p)	102,1	76,0	958,1	608,6	4.593,7	1.339,7	902,0	2.352,0
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	173,4	111,6	557,4	145,2	155,7	256,5
2007 IV	-15,5	-17,1	15,0	-7,6	162,1	30,5	47,7	83,9
2008 I	8,0	8,3	73,5	65,2	139,6	48,9	33,2	57,5
2008 Ene	5,3	5,2	32,4	30,6	45,2	12,4	14,0	18,8
Feb	1,1	1,0	2,1	1,7	40,2	13,8	10,3	16,1
Mar	1,6	2,1	39,0	32,9	54,1	22,7	8,8	22,6
Abr ^(p)	-2,1	-2,7	20,2	18,3	47,6	11,6	6,8	29,2
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 Dic	16,9	28,5	24,7	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2007 Dic	16,9	28,5	24,7	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2008 Mar	6,3	10,3	22,8	22,4	15,0	13,9	21,9	13,1
2008 Ene	2,2	5,4	26,4	28,1	14,5	12,4	22,7	12,8
Feb	6,4	9,9	22,9	22,7	14,9	13,2	22,8	12,9
Mar	6,3	10,3	22,8	22,4	15,0	13,9	21,9	13,1
Abr ^(p)	-2,9	-3,9	21,8	22,5	14,9	13,2	21,1	13,7

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)}

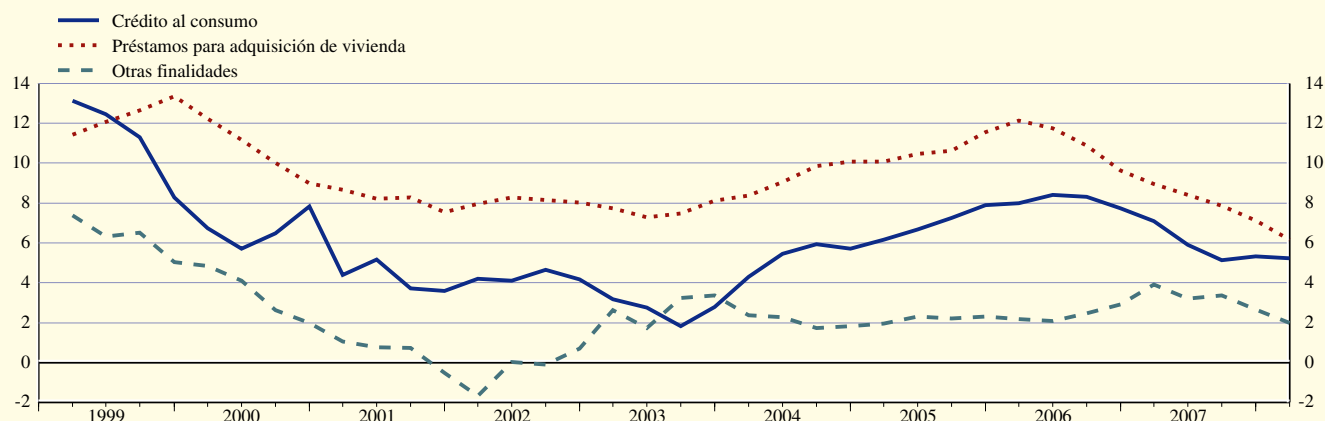
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4.808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2007 IV	4.808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 I	4.860,2	623,1	136,9	203,0	283,2	3.476,2	16,1	73,6	3.386,6	760,8	147,1	105,5	508,3
2008 Ene	4.835,4	619,4	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,5	758,9	146,7	104,8	507,3
Feb	4.851,7	619,0	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,2	761,2	145,4	105,7	510,1
Mar	4.860,2	623,1	136,9	203,0	283,2	3.476,2	16,1	73,6	3.386,6	760,8	147,1	105,5	508,3
Abr ^(p)	4.870,4	627,1	136,5	204,6	286,0	3.484,9	16,1	73,4	3.395,4	758,4	145,7	102,7	510,0
Operaciones													
2005	357,5	40,6	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,3	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	279,4	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	19,6	1,4	4,4	13,8
2007 IV	60,9	10,8	4,2	0,6	6,0	46,6	0,0	0,6	46,1	3,4	1,2	1,0	1,2
2008 I	36,4	1,6	-1,4	-1,7	4,7	31,3	0,0	-0,3	31,6	3,5	-1,3	0,9	3,9
2008 Ene	8,6	-1,6	-1,7	-0,7	0,8	11,1	-0,1	-0,2	11,5	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
Feb	17,5	-0,5	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,0	3,3	-1,2	1,0	3,5
Mar	10,3	3,8	1,3	0,5	1,9	5,4	0,2	0,1	5,1	1,1	1,8	0,0	-0,7
Abr ^(p)	11,9	4,4	-0,3	1,7	3,0	9,3	0,0	-0,2	9,4	-1,8	-1,2	-2,7	2,1
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2007 Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2008 Mar	5,4	5,2	4,1	0,0	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	2,0	-0,4	4,5	2,1
2008 Ene	6,0	5,3	1,9	0,7	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,6	0,5	5,1	2,7
Feb	5,8	5,4	2,8	0,3	10,9	6,6	4,5	1,9	6,7	2,7	-0,6	6,0	3,0
Mar	5,4	5,2	4,1	0,0	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	2,0	-0,4	4,5	2,1
Abr ^(p)	5,2	5,2	2,9	0,9	9,8	5,9	4,9	2,2	6,0	1,8	-0,3	1,5	2,5

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)

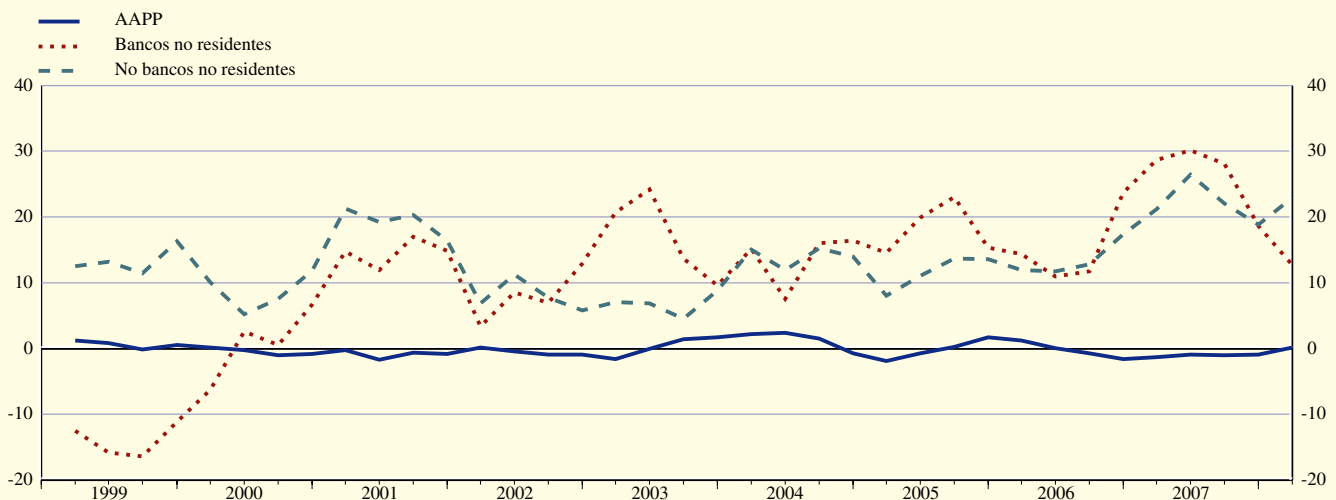
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,9	957,3	59,8	897,4
2007 II	798,3	95,7	218,8	446,2	37,6	3.286,4	2.334,4	952,0	61,4	890,6
III	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3.303,2	2.354,5	948,7	61,3	887,4
IV	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,9	957,3	59,8	897,4
2008 I ^(p)	958,2	211,2	212,8	504,2	30,1	3.412,4	2.395,6	1.016,7	61,3	955,4
Operaciones										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	1,3	87,7
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,0	382,3	159,8	0,3	159,5
2007 II	-3,5	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,7	55,7	1,8	53,9
III	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,6	57,8	19,8	1,2	18,6
IV	8,0	7,0	3,8	9,2	-12,0	56,4	22,9	33,5	-0,1	33,6
2008 I ^(p)	0,9	-2,7	-4,9	7,9	0,7	214,4	122,7	91,4	2,5	88,9
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,2
2007 Jun	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-5,2	29,4
Sep	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,1	22,1	-2,0	24,2
Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,2
2008 Mar ^(p)	0,1	1,2	-5,2	3,1	-3,5	15,6	12,7	22,9	9,3	23,9

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

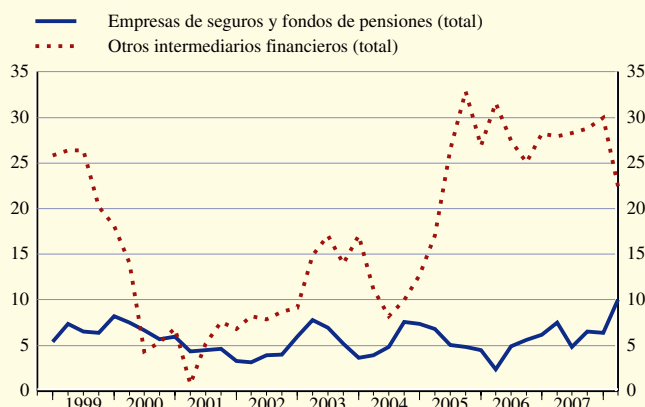
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2007 IV	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 I	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.532,8	335,6	366,9	648,2	13,2	0,2	168,5
2008 Ene	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.507,2	332,3	344,9	652,4	12,9	0,3	164,5
Feb	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.504,8	315,2	367,7	643,7	11,9	0,3	166,1
Mar	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.532,8	335,6	366,9	648,2	13,2	0,2	168,5
Abr ⁴⁾	721,1	75,0	87,7	532,8	1,4	1,6	22,6	1.575,5	314,7	408,3	657,5	14,1	0,2	180,8
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	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2007 IV	12,7	3,4	5,9	3,6	0,0	0,0	-0,1	82,4	-17,6	41,9	73,1	-0,7	-0,5	-13,9
2008 I	33,2	10,5	13,9	7,4	0,2	0,2	1,0	66,9	25,5	20,5	-1,3	1,0	-0,1	21,4
2008 Ene	24,0	12,2	6,0	1,4	0,1	0,0	4,4	31,8	18,1	-3,7	-0,2	0,5	-0,1	17,2
Feb	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	2,1	-14,5	23,5	-7,7	-0,9	0,0	1,6
Mar	16,5	9,2	8,2	1,9	0,0	0,0	-2,8	33,0	21,8	0,6	6,6	1,4	0,0	2,6
Abr ⁴⁾	-2,3	-6,8	3,7	0,2	-0,2	0,0	0,7	40,3	-21,3	41,0	7,6	0,8	0,0	12,2
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 Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2007 Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 Mar	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	22,5	7,1	38,7	26,4	17,6	-	12,9
2008 Ene	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,9	8,9	41,1	37,6	24,1	-	21,8
Feb	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	28,9	6,5	50,4	34,5	16,7	-	21,2
Mar	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	22,5	7,1	38,7	26,4	17,6	-	12,9
Abr ⁴⁾	8,6	6,7	37,5	6,0	-20,6	-	-7,3	24,1	3,4	49,1	24,2	24,0	-	20,4

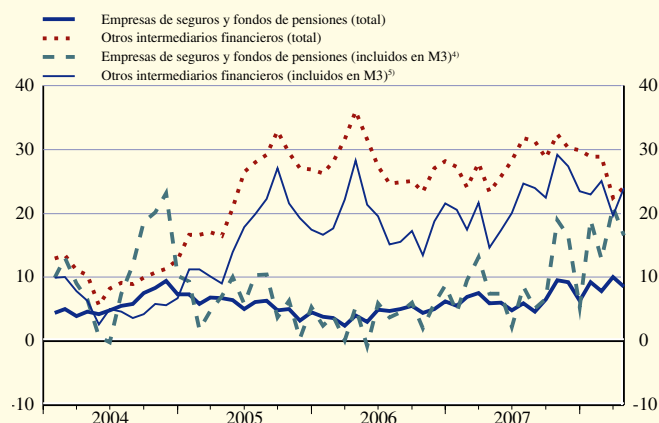
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

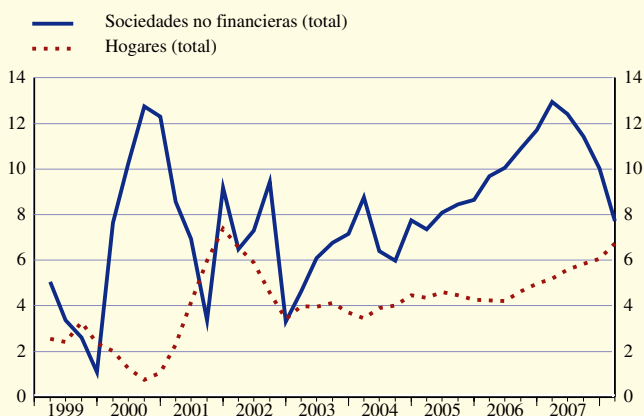
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2007 IV	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 I	1.448,4	846,7	488,7	59,7	28,9	1,5	23,0	5.076,4	1.757,1	1.100,2	548,5	1.465,9	109,1	95,6
2008 Ene	1.425,9	840,7	472,0	60,0	29,4	1,6	22,3	5.044,9	1.763,0	1.057,4	558,5	1.462,4	112,0	91,6
Feb	1.441,0	833,3	494,0	60,3	28,6	1,5	23,3	5.053,9	1.747,7	1.084,3	553,3	1.461,6	111,1	95,9
Mar	1.448,4	846,7	488,7	59,7	28,9	1,5	23,0	5.076,4	1.757,1	1.100,2	548,5	1.465,9	109,1	95,6
Abr ^(p)	1.458,3	837,7	509,1	60,4	27,8	1,5	21,9	5.120,5	1.771,6	1.134,8	544,1	1.464,8	107,8	97,5
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	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	-11,2	17,1
2007 IV	69,6	38,0	38,3	-4,1	-1,8	-0,1	-0,7	136,7	23,4	107,7	-3,1	2,3	3,3	3,1
2008 I	-27,5	-35,7	10,9	0,0	-1,9	-0,1	-0,8	59,1	-26,6	89,1	-14,1	5,1	-2,9	8,5
2008 Ene	-55,1	-43,8	-8,5	-0,1	-1,3	0,0	-1,5	26,2	-21,2	45,9	-4,4	1,4	0,0	4,6
Feb	17,1	-6,7	23,1	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,1	-15,2	26,6	-5,1	-0,7	-0,9	4,3
Mar	10,5	14,7	-3,7	-0,4	0,2	0,0	-0,4	23,8	9,7	16,6	-4,6	4,4	-2,0	-0,4
Abr ^(p)	9,5	-9,1	20,1	0,7	-1,1	0,0	-1,1	43,7	14,1	34,6	-4,4	-1,2	-1,3	1,9
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 Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2007 Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Mar	7,7	1,9	29,3	-10,9	-29,0	-1,3	-15,1	6,7	1,4	45,5	-7,5	-2,1	2,7	25,1
2008 Ene	9,6	4,3	31,5	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
Feb	10,7	3,2	37,2	-10,6	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,0	-7,4	-2,8	6,2	27,9
Mar	7,7	1,9	29,3	-10,9	-29,0	-1,3	-15,1	6,7	1,4	45,5	-7,5	-2,1	2,7	25,1
Abr ^(p)	8,5	0,5	34,4	-10,0	-28,6	-3,8	-10,6	7,0	1,1	46,0	-7,3	-1,8	1,2	28,3

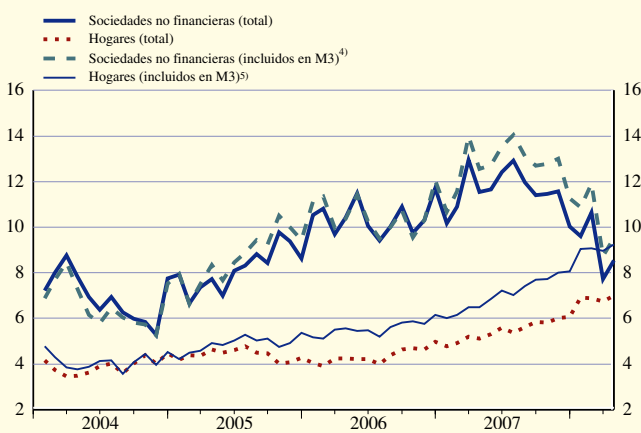
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

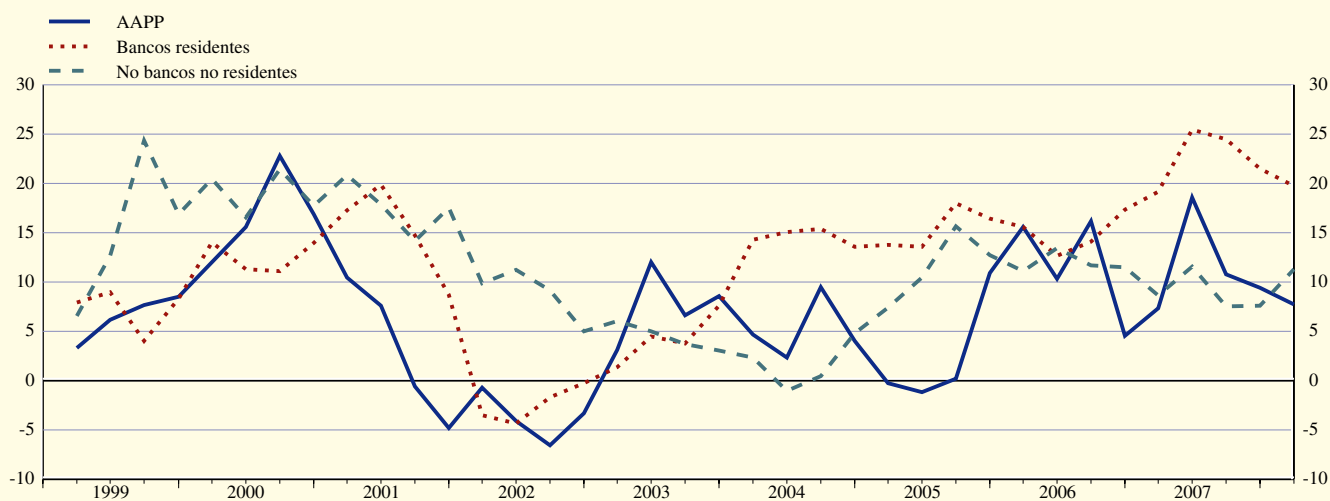
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007	372,9	127,1	59,0	106,7	80,1	3.853,2	2.960,2	893,0	143,4	749,6
2007 II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
III	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,1	2.963,5	913,6	145,9	767,7
IV	372,9	127,1	59,0	106,7	80,1	3.853,2	2.960,2	893,0	143,4	749,6
2008 I ^(p)	376,2	139,8	49,8	106,6	80,0	4.036,9	3.097,4	939,5	133,2	806,3
Operaciones										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	17,8	70,5
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,7	8,9	11,5	611,6	545,5	66,0	20,2	45,8
2007 II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,7	35,9
III	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,1	120,7	9,4	10,8	-1,4
IV	-12,0	-21,9	-0,9	2,8	8,1	47,1	51,5	-4,4	-0,5	-3,8
2008 I ^(p)	3,1	12,7	-9,2	-0,2	-0,2	279,3	228,3	51,0	-7,0	58,0
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Dic	9,4	-2,3	30,1	9,7	16,7	18,0	21,5	7,6	15,8	6,2
2007 Jun	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
Sep	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
Dic	9,4	-2,3	30,1	9,7	16,7	18,0	21,5	7,6	15,8	6,2
2008 Mar ^(p)	7,7	-3,6	18,4	12,3	17,8	17,7	19,7	11,3	6,6	12,1

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.

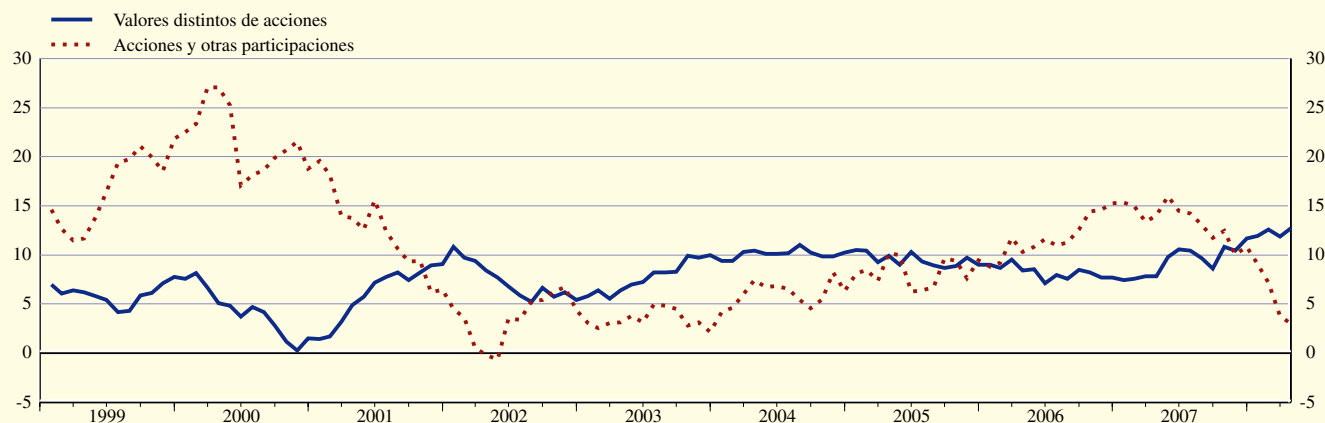
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007	5.113,6	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,3	33,4	1.232,8	1.662,3	427,9	890,6	343,8
2007 IV	5.113,6	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,3	33,4	1.232,8	1.662,3	427,9	890,6	343,8
2008 I	5.301,6	1.727,3	88,6	1.201,1	15,3	960,5	44,4	1.264,5	1.605,5	452,5	859,9	293,1
2008 Ene	5.251,2	1.698,0	93,7	1.202,1	17,6	925,3	36,7	1.277,7	1.646,7	433,6	881,7	331,3
Feb	5.313,4	1.728,8	94,9	1.200,7	15,7	949,9	34,0	1.289,5	1.629,1	442,7	860,3	326,1
Mar	5.301,6	1.727,3	88,6	1.201,1	15,3	960,5	44,4	1.264,5	1.605,5	452,5	859,9	293,1
Abr ^(p)	5.380,1	1.747,7	91,8	1.207,0	16,0	984,0	48,1	1.285,5	1.669,5	456,6	909,2	303,7
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	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	194,4	58,8	97,0	38,6
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,8	161,5	50,5	59,8	51,2
2007 IV	190,0	48,7	5,0	-20,3	2,5	113,5	-1,2	41,9	56,1	10,9	45,7	-0,4
2008 I	217,8	58,1	6,8	20,1	-0,6	43,4	13,4	76,6	-21,9	24,1	-11,0	-35,0
2008 Ene	103,7	29,1	7,2	14,1	0,8	5,7	3,3	43,6	11,9	6,0	6,5	-0,6
Feb	80,1	29,9	2,8	-1,5	-1,6	24,8	-1,9	27,6	-14,4	9,0	-20,0	-3,4
Mar	34,0	-0,9	-3,2	7,6	0,3	12,9	12,1	5,3	-19,4	9,1	2,5	-31,0
Abr ^(p)	73,7	20,4	2,5	8,5	0,6	23,8	3,6	14,2	61,3	4,3	47,7	9,3
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 Dic	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	10,8	13,4	7,3	17,3
2007 Dic	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	10,8	13,4	7,3	17,3
2008 Mar	11,8	8,7	26,5	-5,5	12,3	41,1	48,4	16,4	3,8	13,6	3,3	-6,8
2008 Ene	11,9	8,9	32,5	-6,9	20,1	44,0	32,0	17,8	9,0	12,8	6,3	11,8
Feb	12,6	10,2	28,4	-6,8	8,8	45,2	16,0	18,2	7,2	12,3	5,2	6,0
Mar	11,8	8,7	26,5	-5,5	12,3	41,1	48,4	16,4	3,8	13,6	3,3	-6,8
Abr ^(p)	12,7	9,1	28,4	-2,9	16,3	40,2	56,7	15,8	3,0	12,1	2,1	-5,8

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,8	-0,8	-2,3	-3,7
2007 IV	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-0,2	-1,1	-1,0
2008 I	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	-0,1	-1,2	-1,4	-0,4	-0,2	-0,9
2008 Ene	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
Feb	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Mar	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Abr ^(p)	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,4	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2007 IV	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 I	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
2008 Ene	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
Feb	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
Mar	-1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-0,1
Abr ^(p)	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	13,6	3,2	9,6	0,8
2007 IV	-4,0	-1,0	0,0	0,9	-0,1	-0,4	-0,2	-3,2	0,3	2,7	0,0	-2,4
2008 I	-23,4	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,7	-13,1	-23,2	-1,4	-13,6	-8,3
2008 Ene	-7,7	-3,4	0,0	2,6	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-15,8	-2,1	-9,2	-4,4
Feb	-3,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-3,1	-3,2	0,0	-1,4	-1,8
Mar	-12,1	-1,4	-0,1	-2,2	-0,2	-1,5	-0,4	-6,3	-4,2	0,7	-3,0	-2,0
Abr ^(p)	-2,2	0,3	0,0	-2,3	0,0	-0,2	-0,4	0,4	3,6	1,1	1,2	1,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.092,1	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2007 II	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,2	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
2007 III	5.700,6	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
2007 IV	6.092,1	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 I ^(p)	6.136,0	91,8	8,2	4,8	0,5	1,3	1,0	9.157,1	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007	2.960,2	46,7	53,3	33,7	2,9	2,5	11,1	893,0	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2007 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
2007 III	2.963,5	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
2007 IV	2.960,2	46,7	53,3	33,7	2,9	2,5	11,1	893,0	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2008 I ^(p)	3.097,4	48,1	51,9	33,3	2,9	2,7	10,1	939,5	52,3	47,7	32,0	1,4	1,5	8,9

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2007 II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
2007 III	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
2007 IV	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I ^(p)	4.988,8	82,1	17,9	8,8	1,7	1,9	3,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						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	4.933,5	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.788,7	-	-	-	-	-	11.114,2	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2007 II	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
III	5.432,9	-	-	-	-	-	10.743,4	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV	5.788,7	-	-	-	-	-	11.114,2	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 I ^(p)	5.825,2	-	-	-	-	-	11.405,9	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6	
A no residentes en la zona del euro														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,3	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2007 II	2.334,4	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III	2.354,5	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
IV	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,3	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 I ^(p)	2.395,6	48,1	51,9	28,7	2,6	2,6	12,1	1.016,7	43,1	56,9	39,3	1,3	4,2	7,6

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						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	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.143,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2007 II	1.716,6	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.043,0	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.019,2	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV	1.736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.143,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I ^(p)	1.815,9	95,1	4,9	2,6	0,3	0,3	1,3	2.221,3	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,4
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2007 II	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	666,9	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III	573,9	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,8	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
IV	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 I ^(p)	633,5	51,2	48,8	29,8	0,8	0,5	14,4	630,9	37,7	62,3	37,5	5,0	0,8	11,7

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	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 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	5.713,3	332,4	2.031,8	181,0	1.850,8	2.068,9	718,7	188,9	372,7
II	5.989,1	346,2	2.044,4	192,9	1.851,5	2.216,1	784,1	182,0	416,3
III	5.892,3	358,1	2.015,8	187,0	1.828,8	2.165,9	773,3	182,5	396,6
IV ^(p)	5.779,8	353,0	1.994,4	183,8	1.810,6	2.073,7	783,3	190,7	384,7

2. Pasivo

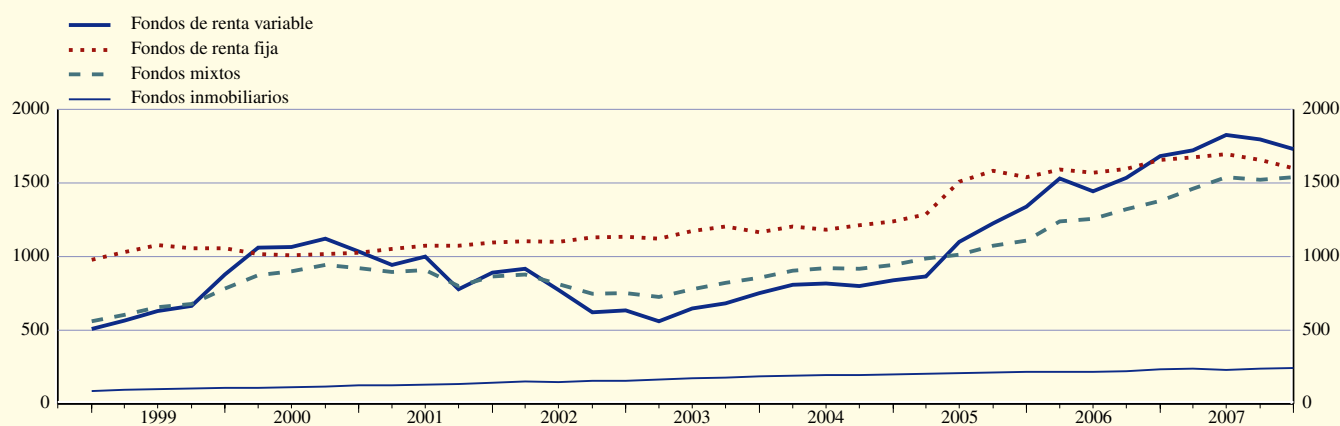
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2006 III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.713,3	82,2	5.349,3	281,8
II	5.989,1	85,9	5.586,6	316,6
III	5.892,3	80,1	5.495,5	316,7
IV ^(p)	5.779,8	78,2	5.409,4	292,2

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 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	5.713,3	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,5	4.372,8	1.340,6
II	5.989,1	1.824,8	1.693,4	1.539,2	230,9	700,7	4.577,2	1.411,8
III	5.892,3	1.796,1	1.655,8	1.522,8	236,1	681,4	4.468,4	1.423,9
IV ^(p)	5.779,8	1.732,0	1.598,1	1.537,2	244,0	668,6	4.344,1	1.435,7

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 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	1.824,8	60,9	67,9	27,4	40,4	1.546,2	84,0	-	65,9
III	1.796,1	71,9	68,6	26,7	41,9	1.505,0	82,2	-	68,4
IV ^(p)	1.732,0	57,7	71,7	26,5	45,2	1.461,4	79,2	-	61,8
Fondos de renta fija									
2006 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	1.693,4	114,9	1.346,7	99,5	1.247,2	62,9	55,7	-	113,2
III	1.655,8	109,9	1.319,6	97,0	1.222,6	62,6	53,2	-	110,5
IV ^(p)	1.598,1	116,1	1.274,3	92,8	1.181,6	58,1	49,8	-	99,8
Fondos mixtos									
2006 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	1.539,2	84,0	529,2	50,2	479,0	398,9	346,4	0,9	179,8
III	1.522,8	86,2	522,4	46,3	476,1	405,3	345,0	0,5	163,3
IV ^(p)	1.537,2	89,9	546,9	47,0	499,9	394,8	343,3	0,8	161,5
Fondos inmobiliarios									
2006 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	230,9	18,8	6,6	1,9	4,7	2,0	10,0	180,4	12,9
III	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	2,0	13,1	181,1	12,8
IV ^(p)	244,0	19,6	6,0	1,5	4,5	1,7	12,5	189,5	14,7

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
Fondos abiertos al público							
2006 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	4.372,8	274,3	1.420,9	1.693,5	529,0	155,6	299,5
II	4.577,2	280,9	1.432,0	1.816,8	576,5	147,3	323,7
III	4.468,4	287,8	1.376,6	1.788,8	564,0	144,8	306,4
IV ^(p)	4.344,1	279,7	1.337,8	1.714,9	569,1	150,7	291,9
Fondos de inversores especiales							
2006 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	1.411,8	65,3	612,4	399,3	207,6	34,7	92,7
III	1.423,9	70,3	639,2	377,1	209,3	37,7	90,2
IV ^(p)	1.435,7	73,2	656,5	358,8	214,2	40,0	92,9

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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						523,0
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-27,9
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.144,1	119,1	718,4	57,9	248,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	39,7	9,2	20,7	4,7	5,1	
Consumo de capital fijo	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	835,6	53,9	313,8	403,7	64,2	137,2
Intereses	501,1	50,8	84,9	301,2	64,2	84,3
Otra renta de la propiedad	334,5	3,0	228,9	102,5	0,0	53,0
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	2.003,0	1.634,5	73,4	47,7	247,4	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	336,0	249,5	71,2	15,0	0,3	1,4
Cotizaciones sociales	428,1	428,1				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	420,4	1,5	16,0	25,3	377,7	0,8
Otras transferencias corrientes	192,6	72,3	25,1	49,1	46,1	8,9
Primas netas de seguros no vida	46,3	33,4	11,1	1,0	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	46,2			46,2		0,6
Otras	100,1	38,9	14,0	1,9	45,4	7,2
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.977,6	1.392,5	-8,2	46,3	547,0	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.775,2	1.278,9			496,3	
Gasto en consumo individual	1.575,6	1.278,9			296,7	
Gasto en consumo colectivo	199,6				199,6	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,2	0,1	1,8	14,3	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	507,4	163,1	256,4	9,6	78,3	
Formación bruta de capital fijo	513,1	163,8	261,6	9,5	78,2	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-5,8	-0,7	-5,2	0,1	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,1	0,0	0,7	0,0	-0,6	-0,1
Transferencias de capital	60,4	9,8	2,5	2,7	45,4	7,8
Impuestos sobre el capital	6,3	6,0	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	54,1	3,8	2,2	2,7	45,4	7,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	22,0	59,5	-52,7	31,6	-16,3	-22,0
Discrepancia estadística	0,0	17,6	-17,6	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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						495,1
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.062,7	497,0	1.175,2	100,1	290,3	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	247,8					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.310,5					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
Remuneración de los asalariados	1.145,9	1.145,9				2,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	295,6				295,6	-8,1
Renta de la propiedad	840,1	261,8	131,5	424,7	22,0	132,7
Intereses	489,1	77,8	48,1	354,0	9,2	96,3
Otra renta de la propiedad	351,0	184,0	83,5	70,7	12,8	36,4
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	2.003,0	1.634,5	73,4	47,7	247,4	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	336,7				336,7	0,7
Cotizaciones sociales	428,1	1,2	18,3	40,7	368,0	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	418,5	418,5				2,7
Otras transferencias corrientes	168,5	89,7	12,5	47,3	19,1	33,0
Primas netas de seguros no vida	46,2			46,2		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	45,7	35,3	9,2	0,8	0,3	1,1
Otras	76,7	54,3	3,3	0,3	18,8	30,7
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.977,6	1.392,5	-8,2	46,3	547,0	
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	16,3	16,3				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	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	65,6	14,8	36,4	1,0	13,4	2,6
Impuestos sobre el capital	6,3				6,3	0,0
Otras transferencias de capital	59,3	14,8	36,4	1,0	7,1	2,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 IV								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.530,1	14.616,1	21.596,0	10.129,1	6.221,1	2.904,5	15.059,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				191,7				
Efectivo y depósitos		5.494,2	1.686,2	2.465,4	1.490,3	775,8	580,3	3.999,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		50,0	122,8	111,5	269,1	261,8	41,3	799,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.258,6	223,0	3.473,6	1.962,7	1.956,1	220,0	2.391,4
Préstamos		41,8	2.015,9	11.717,4	1.490,6	335,0	362,5	1.645,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		25,8	1.171,0	8.790,8	1.178,2	298,6	321,6	.
Acciones y otras participaciones		5.188,2	7.752,1	1.877,2	4.701,7	2.414,7	1.137,7	5.436,2
Acciones cotizadas		1.215,4	1.920,0	740,2	2.514,3	860,3	427,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.321,4	5.434,8	858,7	1.482,6	464,2	561,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.651,4	397,4	278,3	704,7	1.090,3	149,6	.
Reservas técnicas de seguro		5.164,2	136,1	2,0	0,0	149,6	3,2	220,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		333,2	2.680,0	1.757,2	214,8	328,1	559,3	567,1
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		151,4	209,0	504,8	331,2	80,7	-50,0	258,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-1,4				1,4
Efectivo y depósitos		147,5	50,2	40,3	115,2	10,4	-42,9	67,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,5	2,5	3,0	18,3	-2,7	-6,8	-17,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		9,3	4,0	176,8	-20,6	40,9	6,0	85,1
Préstamos		-1,4	48,7	250,9	96,0	-5,7	8,1	68,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,9	4,1	225,9	59,1	-5,0	-1,0	.
Acciones y otras participaciones		-46,4	46,1	21,3	123,6	41,4	-3,1	40,9
Acciones cotizadas		-24,8	34,0	-3,4	41,5	4,6	0,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		3,6	47,7	31,7	70,4	21,3	-5,1	.
Participaciones en fondos de inversión		-25,2	-35,6	-7,0	11,8	15,5	1,4	.
Reservas técnicas de seguro		58,6	0,3	0,0	0,0	2,4	0,0	3,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-14,6	57,2	13,9	-1,3	-6,0	-11,3	9,0
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-108,4	52,3	79,6	-257,8	-55,4	29,4	-100,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				15,3				
Efectivo y depósitos		7,1	-1,4	-41,1	-82,7	-5,0	-0,1	-71,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-2,3	12,5	3,1	-0,6	0,2	0,0	-8,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		0,6	-2,6	-14,5	-16,1	-4,3	-0,1	0,6
Préstamos		-0,1	6,8	115,5	-78,2	1,3	7,5	-11,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	2,5	139,1	-73,4	0,7	7,5	.
Acciones y otras participaciones		-111,7	43,0	-16,3	-81,9	-46,5	20,8	-42,1
Acciones cotizadas		-61,8	7,2	-17,2	-41,0	-21,4	11,4	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-38,3	38,4	6,0	-39,3	-3,8	12,1	.
Participaciones en fondos de inversión		-11,5	-2,5	-5,1	-1,6	-21,4	-2,7	.
Reservas técnicas de seguro		-0,7	-0,1	0,0	0,0	-4,2	0,0	22,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-1,4	-6,0	17,6	1,7	3,2	1,3	9,7
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.573,1	14.877,4	22.180,4	10.202,5	6.246,4	2.883,8	15.216,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				205,6				
Efectivo y depósitos		5.648,7	1.735,0	2.464,6	1.522,7	781,3	537,3	3.995,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		46,2	137,8	117,6	286,7	259,3	34,5	774,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.268,5	224,4	3.635,9	1.926,1	1.992,6	225,9	2.477,1
Préstamos		40,3	2.071,5	12.083,8	1.508,3	330,6	378,1	1.702,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		23,9	1.177,6	9.155,7	1.163,9	294,3	328,2	.
Acciones y otras participaciones		5.030,1	7.841,2	1.882,2	4.743,4	2.409,5	1.155,4	5.435,0
Acciones cotizadas		1.128,7	1.961,1	719,6	2.514,8	843,5	439,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.286,6	5.520,8	896,4	1.513,7	481,7	568,0	.
Participaciones en fondos de inversión		1.614,7	359,3	266,2	714,9	1.084,3	148,3	.
Reservas técnicas de seguro		5.222,1	136,3	2,0	0,0	147,8	3,3	246,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		317,2	2.731,2	1.788,7	215,2	325,3	549,4	585,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 IV								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.826,4	23.570,5	21.699,9	10.017,0	6.413,4	6.811,3	13.526,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,5	13.182,7	221,8	4,6	331,2	2.724,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			276,4	405,7	79,3	0,8	661,4	232,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			445,6	2.691,3	1.446,0	25,0	4.343,1	2.534,4
Préstamos		5.245,0	6.931,5	1.483,2	1.483,2	184,3	1.081,9	2.682,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.935,6	4.729,8		734,0	73,4	920,5	.
Acciones y otras participaciones			13.149,7	3.185,4	6.571,7	677,5	10,2	4.913,4
Acciones cotizadas			4.978,1	1.032,2	264,0	295,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.171,6	1.105,6	904,7	381,8	10,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.047,6	5.402,9			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	335,7	53,3	0,6	5.252,8	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		548,7	2.405,0	2.181,6	214,5	268,4	383,0	438,7
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.341,5	11.703,7	-8.954,3	-103,9	112,1	-192,3	-3.906,9	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		74,3	279,3	450,8	362,0	72,3	-33,7	280,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			-1,6	396,1	9,6	-0,2	12,3	-28,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			4,6	34,9	8,2	-0,1	-55,7	3,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			9,6	11,7	215,4	1,6	-7,2	70,4
Préstamos		83,5	201,9	78,1	78,1	-18,1	-2,8	122,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		77,7	162,7		50,9	-7,8	17,9	.
Acciones y otras participaciones			40,1	39,2	63,1	2,3	0,2	78,9
Acciones cotizadas			-20,0	-1,1	13,8	-1,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			60,1	43,8	80,6	3,3	0,2	.
Participaciones en fondos de inversión				-3,5	-31,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	2,1	-0,2	0,0	62,7	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-9,3	22,6	-31,1	-12,3	24,1	19,4	33,5
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	22,0	77,1	-70,4	54,0	-30,8	8,4	-16,3	-22,0
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		1,8	35,9	74,1	-235,5	-33,8	0,6	-218,9
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	77,9	-142,5	0,0	-90,2	-39,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,2	5,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			-2,3	20,7	-22,4	-0,4	-12,1	-19,7
Préstamos		0,3	-18,9	-1,6	-1,6	-0,3	98,0	-36,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,7	-2,5		-4,1	-0,1	98,2	.
Acciones y otras participaciones			25,3	-54,9	-71,9	-17,5	0,0	-115,8
Acciones cotizadas			10,7	-30,7	-14,4	-17,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			14,6	-14,9	-10,4	0,0	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-9,2	-47,1			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	17,8	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		1,5	31,7	25,1	3,0	-33,4	5,1	-7,0
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-103,6	-110,2	16,4	5,5	-22,3	-21,7	28,7	118,9
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.902,5	23.885,7	22.224,9	10.143,5	6.451,9	6.778,3	13.587,7
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,0	13.656,8	88,9	4,5	253,3	2.656,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,2	446,0	87,4	0,6	605,6	235,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			452,8	2.723,7	1.638,9	26,2	4.323,8	2.585,1
Préstamos		5.328,9	7.114,5	1.559,7	1.559,7	165,9	1.177,1	2.768,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.014,0	4.890,0		780,8	65,5	1.036,6	.
Acciones y otras participaciones			13.215,1	3.169,7	6.562,8	662,3	10,4	4.876,5
Acciones cotizadas			4.968,8	1.000,3	263,3	276,5	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.246,3	1.134,5	974,9	385,1	10,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.034,9	5.324,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	337,7	53,2	0,6	5.333,4	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		541,0	2.459,3	2.175,6	205,1	259,1	407,5	465,2
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.423,1	11.670,6	-9.008,3	-44,4	59,0	-205,5	-3.894,5	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.666,7	3.772,0	3.878,6	4.031,3	4.074,5	4.116,5	4.155,5	4.203,8
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,2	121,5	130,2	131,3	132,8	133,4	132,6	128,7
Consumo de capital fijo	1.072,7	1.120,3	1.171,7	1.223,7	1.235,5	1.246,4	1.256,9	1.269,0
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
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	2.281,2	2.338,2	2.556,9	2.929,9	3.025,6	3.128,2	3.213,7	3.296,7
Intereses	1.268,1	1.243,6	1.331,7	1.602,1	1.676,0	1.751,2	1.821,4	1.896,1
Otra renta de la propiedad	1.013,1	1.094,7	1.225,1	1.327,9	1.349,6	1.377,0	1.392,3	1.400,6
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,1	931,6	1.023,0	1.035,9	1.058,7	1.085,0	1.106,7
Cotizaciones sociales	1.388,8	1.428,2	1.470,7	1.532,5	1.545,7	1.560,8	1.573,1	1.588,3
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.408,7	1.453,7	1.498,2	1.543,0	1.551,1	1.559,8	1.569,7	1.586,0
Otras transferencias corrientes	658,4	683,6	703,2	708,3	711,5	717,4	719,3	726,5
Primas netas de seguros no vida	173,8	175,7	175,6	175,3	176,2	177,4	177,9	178,8
Derechos de seguros no vida	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Otras	310,0	331,7	350,8	357,5	358,7	362,2	363,4	369,1
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,8	6.075,8	6.307,5	6.565,3	6.619,5	6.670,7	6.727,0	6.789,8
Gasto en consumo individual	5.234,7	5.432,1	5.646,9	5.887,0	5.936,1	5.983,5	6.034,6	6.090,8
Gasto en consumo colectivo	620,1	643,7	660,6	678,3	683,4	687,2	692,4	698,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,6	57,3	59,5	63,0	63,1	61,2	61,2	60,9
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.528,0	1.609,6	1.701,8	1.842,7	1.884,5	1.918,1	1.947,2	1.981,5
Formación bruta de capital fijo	1.527,5	1.600,3	1.689,5	1.814,7	1.857,6	1.890,6	1.919,4	1.946,5
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,3
Transferencias de capital	182,6	172,7	181,4	175,8	174,0	170,5	168,7	160,2
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Otras transferencias de capital	146,8	142,9	157,2	153,5	151,1	147,1	144,6	136,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	40,2	54,7	2,7	-17,9	-3,2	9,8	26,8	30,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

Recursos	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.738,7	7.004,7	7.235,9	7.549,6	7.642,1	7.732,7	7.824,3	7.914,0
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	761,3	797,2	839,7	904,4	921,3	933,5	944,2	953,9
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.500,0	7.801,9	8.075,6	8.454,0	8.563,3	8.666,1	8.768,5	8.867,9
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	1.889,1	1.990,9	2.055,5	2.163,3	2.199,3	2.236,3	2.279,2	2.312,5
Remuneración de los asalariados	3.673,9	3.779,1	3.884,3	4.037,4	4.080,7	4.122,8	4.161,8	4.210,2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	932,4	981,5	1.046,9	1.063,7	1.076,4	1.085,6	1.091,8
Renta de la propiedad	2.246,0	2.315,5	2.548,7	2.923,3	3.018,7	3.116,2	3.203,2	3.290,1
Intereses	1.237,2	1.212,6	1.303,5	1.570,0	1.642,2	1.718,6	1.786,8	1.857,4
Otra renta de la propiedad	1.008,8	1.103,0	1.245,2	1.353,4	1.376,5	1.397,6	1.416,4	1.432,7
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.408,3	6.679,7	6.913,0	7.241,0	7.336,8	7.423,5	7.516,1	7.607,9
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,2	935,4	1.027,8	1.041,2	1.065,7	1.092,5	1.114,2
Cotizaciones sociales	1.387,9	1.427,4	1.470,3	1.532,0	1.545,3	1.560,3	1.572,5	1.587,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.402,2	1.446,2	1.490,6	1.535,4	1.543,2	1.551,8	1.561,4	1.577,8
Otras transferencias corrientes	594,0	611,3	620,8	621,6	624,9	630,3	632,5	637,5
Primas netas de seguros no vida	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Derechos de seguros no vida	171,2	173,5	174,4	172,9	173,9	175,2	175,7	176,5
Otras	248,3	261,5	269,7	273,2	274,4	277,3	278,7	282,4
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.338,5	6.602,1	6.826,4	7.151,1	7.247,3	7.334,8	7.427,9	7.517,7
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	54,8	57,5	59,8	63,4	63,5	61,5	61,4	61,1
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.072,7	1.120,3	1.171,7	1.223,7	1.235,5	1.246,4	1.256,9	1.269,0
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	189,2	195,0	191,4	191,8	187,5	184,5	175,0
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Otras transferencias de capital	158,9	159,4	170,7	169,1	168,9	164,1	160,4	151,0
<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	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.673,9	3.779,1	3.884,3	4.037,4	4.080,7	4.122,8	4.161,8	4.210,2
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.229,9	1.281,7	1.330,5	1.404,7	1.425,3	1.447,0	1.467,5	1.484,5
Intereses, recursos (+)	237,6	230,7	228,8	259,8	267,2	275,4	284,1	292,9
Intereses, empleos (-)	124,0	125,2	128,8	157,0	165,3	174,3	181,4	189,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	614,9	650,9	696,4	736,5	743,1	755,6	759,7	765,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,9	9,3	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,2	705,6	738,4	788,8	796,7	810,2	828,4	845,9
Cotizaciones sociales netas (-)	1.385,1	1.424,5	1.466,7	1.528,2	1.541,4	1.556,5	1.568,8	1.584,0
Prestaciones sociales netas (+)	1.397,5	1.441,3	1.485,4	1.529,9	1.537,7	1.546,2	1.555,9	1.572,2
Transferencias corrientes netas (+)	66,8	65,4	67,8	64,3	65,4	65,3	65,7	66,0
= Renta disponible bruta	5.000,3	5.184,6	5.349,8	5.549,0	5.606,5	5.661,8	5.706,5	5.762,6
Gasto en consumo final (-)	4.319,8	4.484,8	4.652,4	4.843,5	4.881,5	4.920,4	4.960,6	5.005,4
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,4	57,1	59,4	62,9	63,0	61,1	61,0	60,7
= Ahorro bruto	734,9	756,9	756,8	768,4	788,1	802,5	806,9	818,0
Consumo de capital fijo (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,8	24,9	28,4	27,6	25,7	23,6	17,5
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	265,3	305,8	564,3	497,3	404,9	611,2	225,6	-100,0
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	724,5	777,9	1.027,3	958,5	881,5	1.096,9	711,4	388,2
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	495,9	526,8	560,2	612,6	627,3	638,1	644,6	649,9
Consumo de capital fijo (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	211,4	214,7	207,6	304,6	347,5	379,7	395,6	418,9
Efectivo y depósitos	226,5	213,0	247,9	283,8	293,2	316,8	328,2	348,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	25,1	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,3
Valores distintos de acciones ²⁾	-40,1	8,2	-20,2	20,1	28,6	18,2	23,0	27,6
Activos a largo plazo	309,4	342,2	443,1	322,2	284,6	246,3	196,2	144,8
Depósitos	-8,7	29,6	-8,8	-6,6	-20,6	-31,0	-37,4	-48,0
Valores distintos de acciones	27,3	65,1	12,3	70,2	51,7	38,1	8,3	8,6
Acciones y otras participaciones	59,6	-4,6	139,2	-30,6	-22,9	-37,4	-36,2	-65,5
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	7,5	-11,1	65,7	-0,1	36,2	32,1	40,6	21,1
Participaciones en fondos de inversión	52,1	6,5	73,6	-30,5	-59,0	-69,5	-76,9	-86,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	231,2	252,1	300,3	289,1	276,4	276,5	261,5	249,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	262,8	311,6	390,6	390,0	382,0	365,1	360,4	341,1
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	211,6	280,8	358,3	346,5	337,2	316,8	302,3	279,4
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	274,6	252,9	483,8	474,6	371,4	576,5	203,0	-112,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	28,8	56,3	129,5	51,3	35,6	65,2	32,1	16,8
Otros flujos netos (+)	-44,5	0,2	-87,5	-81,2	-63,9	-101,3	-54,9	-41,5
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	724,5	777,9	1.027,3	958,5	881,5	1.096,9	711,4	388,2
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.058,1	4.276,0	4.494,1	4.752,8	4.830,8	4.970,1	5.017,5	5.204,0
Efectivo y depósitos	3.710,1	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	321,0	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7
Valores distintos de acciones ²⁾	27,1	36,0	16,9	34,6	52,4	51,8	59,4	55,5
Activos a largo plazo	9.131,2	9.767,9	10.808,8	11.675,7	11.889,6	11.979,0	11.788,2	11.661,5
Depósitos	843,0	881,6	890,9	881,3	854,2	841,7	840,3	804,0
Valores distintos de acciones	1.207,2	1.248,0	1.233,6	1.286,1	1.296,4	1.249,8	1.249,2	1.259,2
Acciones y otras participaciones	3.554,3	3.803,2	4.419,4	4.903,0	5.057,7	5.120,1	4.883,9	4.726,4
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.406,4	2.638,3	3.102,5	3.524,3	3.682,4	3.734,8	3.536,7	3.415,3
Participaciones en fondos de inversión	1.147,9	1.164,9	1.316,8	1.378,6	1.375,3	1.385,4	1.347,2	1.311,0
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.526,7	3.835,2	4.265,0	4.605,4	4.681,2	4.767,4	4.814,7	4.871,9
Otros activos netos (+)	213,8	252,9	187,1	146,0	155,1	143,3	143,0	134,0
Pasivos (-)								
Préstamos	3.923,9	4.247,6	4.634,4	5.018,6	5.079,2	5.170,1	5.245,0	5.328,9
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.521,2	3.812,5	4.195,9	4.543,0	4.611,3	4.692,7	4.752,9	4.808,7
= Riqueza financiera neta	9.479,2	10.049,2	10.855,7	11.556,0	11.796,3	11.922,3	11.703,7	11.670,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.834,8	3.989,3	4.113,8	4.294,8	4.354,3	4.412,3	4.467,6	4.518,7
Remuneración de los asalariados (-)	2.313,1	2.382,4	2.445,7	2.544,6	2.573,2	2.605,6	2.633,5	2.664,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	58,6	64,6	71,4	75,1	77,1	78,0	77,6	73,4
= Excedente bruto de explotación (+)	1.463,1	1.542,4	1.596,8	1.675,1	1.704,1	1.728,7	1.756,5	1.780,9
Consumo de capital fijo (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
= Excedente neto de explotación (+)	855,8	910,5	936,4	988,2	1.011,0	1.030,2	1.052,0	1.069,7
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,5	364,2	427,8	468,7	478,5	485,4	496,3	507,5
Intereses, recursos	126,6	121,9	132,5	154,8	161,1	168,6	175,1	181,3
Otra renta de la propiedad, recursos	193,9	242,3	295,4	313,9	317,4	316,8	321,2	326,2
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,9	226,8	235,4	279,2	293,4	307,5	318,6	331,2
= Renta empresarial neta (+)	947,5	1.047,8	1.128,8	1.177,7	1.196,2	1.208,1	1.229,7	1.246,0
Renta distribuida (-)	693,4	751,5	837,2	906,8	915,1	923,4	931,3	933,1
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	117,0	135,6	147,8	184,1	188,4	195,8	203,6	208,1
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,4	73,5	74,2	76,8	77,2	76,0	74,7	73,0
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,9	60,4	62,2	62,1	62,1	61,9	62,0	62,2
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	57,0	63,2	61,8	61,6	61,3	58,5	56,1	55,3
= Ahorro neto	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	196,5	214,4	241,2	288,6	304,0	318,3	330,2	349,2
Formación bruta de capital fijo (+)	803,8	841,0	889,4	950,2	973,6	993,4	1.010,8	1.029,8
Consumo de capital fijo (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-0,1	5,4	12,2	25,3	23,4	23,5	23,9	30,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	105,9	103,1	126,7	155,4	188,8	205,1	177,7	176,2
Efectivo y depósitos	64,9	88,9	112,9	144,5	163,2	163,4	157,6	148,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	22,5	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	18,5	-2,4	5,2	7,2	5,8	18,2	29,3	46,4
Activos a largo plazo	281,6	213,0	365,4	376,0	372,5	395,2	429,8	430,3
Depósitos	43,9	5,2	35,6	27,6	28,6	35,5	20,0	-1,8
Valores distintos de acciones	-46,1	-52,5	-29,7	-21,7	-31,4	-42,5	-42,5	-56,1
Acciones y otras participaciones	149,4	179,3	228,9	207,3	197,7	207,0	243,5	295,5
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	134,3	81,0	130,7	162,7	177,7	195,2	208,8	192,7
Otros activos netos (+)	56,1	76,0	100,7	171,0	159,5	149,5	194,2	182,4
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	289,7	235,0	422,0	657,7	660,8	695,4	750,1	781,0
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	102,7	172,4	264,6	448,6	443,9	483,6	520,6	557,1
de la cual, valores distintos de acciones	63,1	7,0	12,0	40,2	39,4	53,6	37,3	49,5
Acciones y otras participaciones	210,6	197,1	257,2	223,9	245,6	256,3	260,0	230,7
Acciones cotizadas	18,7	11,9	100,5	36,2	55,6	74,4	81,1	44,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	191,8	185,3	156,8	187,7	190,0	181,9	178,9	186,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,3	63,8	60,8	69,6	71,9	69,5	68,1	66,7
= Ahorro neto	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.318,8	1.379,2	1.510,2	1.655,6	1.694,4	1.747,0	1.762,3	1.830,7
Efectivo y depósitos	1.028,9	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,8	1.405,0	1.429,0	1.499,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	143,8	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3
Valores distintos de acciones ¹⁾	146,1	112,9	113,2	112,9	125,4	136,8	147,5	168,7
Activos a largo plazo	6.696,2	7.194,0	8.160,6	9.371,6	9.733,8	10.115,2	10.037,8	10.179,2
Depósitos	136,5	137,4	180,3	210,2	261,7	269,0	257,2	235,3
Valores distintos de acciones	380,9	328,5	284,8	260,3	236,5	228,6	198,3	193,5
Acciones y otras participaciones	4.709,8	5.191,4	6.020,7	7.050,3	7.309,1	7.637,8	7.566,4	7.678,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.469,1	1.536,7	1.674,7	1.850,8	1.926,5	1.979,8	2.015,9	2.071,5
Otros activos netos (+)	195,2	240,6	285,2	356,8	430,5	428,1	437,7	433,2
Pasivos								
Deuda	6.163,8	6.344,9	6.788,9	7.422,7	7.588,5	7.836,9	7.989,2	8.186,3
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.034,4	3.160,8	3.419,5	3.857,4	3.956,3	4.106,8	4.230,6	4.388,6
de la cual, valores distintos de acciones	628,2	650,8	668,9	690,5	698,2	730,3	722,0	734,0
Acciones y otras participaciones	8.289,2	9.216,8	10.539,2	12.229,6	12.685,1	13.315,8	13.149,7	13.215,1
Acciones cotizadas	2.731,5	2.986,7	3.680,5	4.451,1	4.685,5	5.060,7	4.978,1	4.968,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.557,7	6.230,1	6.858,7	7.778,4	7.999,6	8.255,1	8.171,6	8.246,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2003	2004	2005	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III	2007 I- 2007 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	21,7	40,0	23,8	50,6	69,5	57,7	49,3	44,2
Efectivo y depósitos	7,0	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,7	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	7,1	24,1	16,2	34,5	44,4	51,7	40,2	36,3
Activos a largo plazo	231,0	218,5	286,4	318,1	289,7	295,5	266,3	273,2
Depósitos	22,7	37,6	17,1	51,9	61,6	65,4	62,2	53,5
Valores distintos de acciones	144,9	131,2	132,9	131,3	148,3	162,1	155,8	158,3
Préstamos	11,6	6,6	-2,6	-0,9	-18,4	-17,2	-23,0	-17,0
Acciones cotizadas	9,5	13,0	31,7	19,2	14,9	8,1	7,1	8,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5,1	-0,4	20,3	28,2	20,8	23,3	29,1	31,1
Participaciones en fondos de inversión	37,1	30,6	87,1	88,4	62,6	53,8	35,2	38,8
Otros activos netos (+)	-2,3	11,7	15,1	30,0	34,6	30,5	41,3	2,4
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	4,9	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4
Préstamos	12,5	4,6	18,4	32,7	19,8	25,5	21,9	9,2
Acciones y otras participaciones	11,6	13,6	9,9	8,6	11,1	12,5	10,7	12,0
Reservas técnicas de seguro	236,8	262,1	335,3	344,5	340,0	341,3	324,2	301,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	210,5	230,5	292,0	288,6	280,3	281,7	274,5	263,9
Reservas para primas y para siniestros	26,4	31,6	43,3	55,9	59,7	59,7	49,8	37,9
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-15,3	-8,3	-37,8	7,7	18,0	0,6	-3,2	-4,7
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	106,8	110,3	175,7	176,4	136,5	253,0	141,9	17,8
Otros activos netos	-12,3	140,1	53,8	-49,6	-64,5	-86,0	-119,6	-55,3
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	98,3	21,0	124,1	44,2	31,0	95,1	12,7	-17,9
Reservas técnicas de seguro	33,5	83,7	139,8	56,3	43,3	72,5	34,5	34,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	34,0	63,9	145,4	59,1	43,7	70,2	34,0	20,5
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-5,6	-2,8	-0,4	2,2	0,5	14,3
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-37,3	145,6	-34,5	26,2	-2,3	-0,5	-24,9	-54,4
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	264,5	401,4	430,2	481,4	505,4	511,2	515,6	521,5
Efectivo y depósitos	121,3	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	68,5	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	74,7	195,5	213,2	246,4	266,7	282,6	280,6	280,1
Activos a largo plazo	3.754,0	4.110,3	4.588,6	5.014,9	5.102,1	5.205,3	5.227,8	5.251,8
Depósitos	457,6	497,1	515,6	570,8	595,1	609,4	621,8	618,1
Valores distintos de acciones	1.470,6	1.639,7	1.789,9	1.857,7	1.890,8	1.901,2	1.937,3	1.971,8
Préstamos	368,3	363,5	360,1	353,6	337,5	338,9	335,0	330,6
Acciones cotizadas	524,9	574,9	703,7	827,0	847,2	873,9	860,3	843,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones	304,7	334,5	377,5	444,0	447,3	468,1	464,2	481,7
Participaciones en fondos de inversión	627,8	700,6	841,8	961,8	984,2	1.013,8	1.009,3	1.006,1
Otros activos netos (+)	108,5	125,0	165,6	209,6	207,9	205,7	204,8	209,5
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	24,4	22,9	22,0	26,8	26,6	25,7	25,8	26,8
Préstamos	126,3	119,8	131,7	160,6	167,3	178,4	184,3	165,9
Acciones y otras participaciones	446,7	481,3	615,4	668,2	684,0	711,4	677,5	662,3
Reservas técnicas de seguro	3.775,0	4.120,8	4.595,9	4.996,7	5.094,2	5.193,8	5.252,8	5.333,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.194,2	3.488,6	3.926,0	4.273,7	4.352,8	4.443,5	4.495,8	4.558,1
Reservas para primas y para siniestros	580,8	632,2	669,9	723,0	741,4	750,3	757,0	775,3
= Riqueza financiera neta	-245,4	-108,1	-180,4	-146,5	-156,7	-187,1	-192,3	-205,5

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

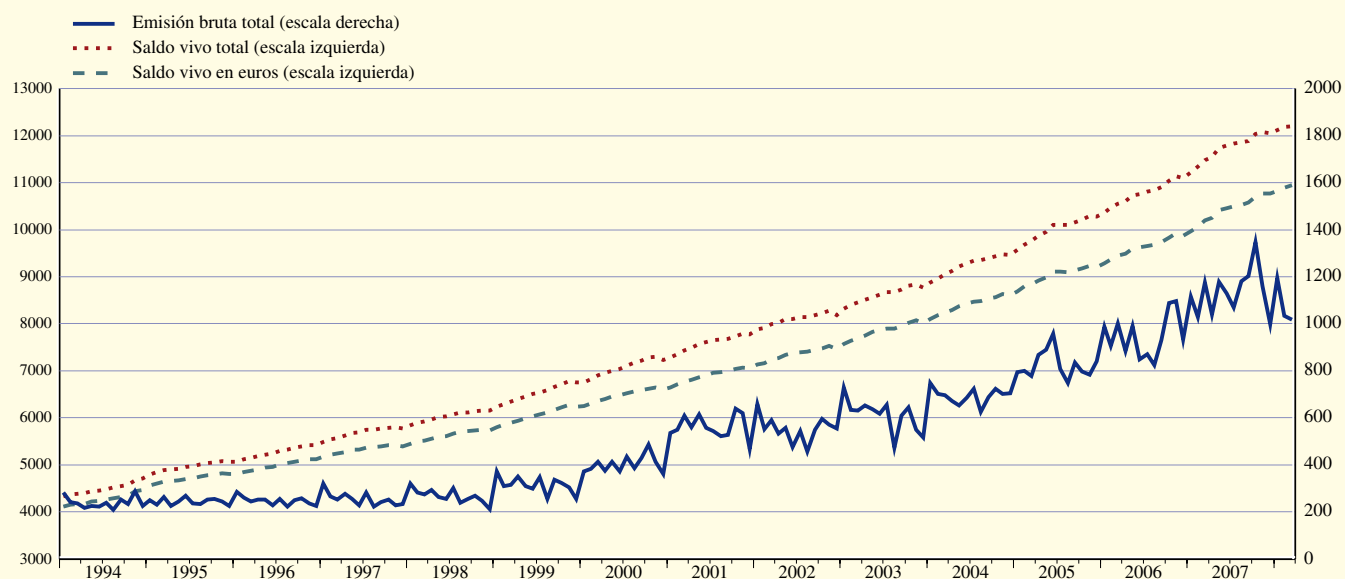
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2007 Mar	12.173,0	1.258,1	229,3	10.202,1	1.120,2	135,4	11.476,8	1.174,2	141,6	8,5	107,2	10,1
Abr	12.196,2	1.041,1	23,4	10.257,5	983,1	55,6	11.541,8	1.039,6	72,4	8,6	63,5	9,1
May	12.407,3	1.216,5	211,4	10.416,8	1.115,2	159,6	11.729,1	1.178,8	181,3	9,0	135,5	9,7
Jun	12.537,2	1.219,8	129,8	10.461,7	1.069,0	44,9	11.790,9	1.128,9	59,2	9,2	53,3	9,7
Jul	12.541,6	1.076,0	3,3	10.491,1	1.004,1	28,5	11.835,0	1.068,0	46,3	9,2	62,0	9,4
Ago	12.570,4	1.183,8	29,0	10.517,8	1.131,6	26,9	11.856,2	1.181,5	27,0	9,2	84,0	9,1
Sep	12.662,3	1.243,3	90,3	10.574,7	1.153,8	55,3	11.885,3	1.201,6	45,6	9,0	57,0	8,1
Oct	12.771,5	1.349,6	108,0	10.704,8	1.278,1	129,1	12.031,0	1.347,0	146,4	9,1	130,3	9,3
Nov	12.859,7	1.175,3	86,3	10.775,1	1.107,0	68,3	12.074,9	1.158,9	63,0	8,6	46,9	7,6
Dic	12.883,2	1.036,4	26,6	10.769,6	954,9	-2,4	12.053,5	997,8	-19,8	9,1	104,9	8,5
2008 Ene	12.917,3	1.199,4	38,1	10.824,3	1.129,9	58,8	12.122,1	1.195,4	68,3	8,5	20,1	7,7
Feb	12.999,4	1.024,1	82,2	10.896,5	965,7	72,4	12.182,7	1.033,5	75,4	8,0	42,3	6,9
Mar	13.103,0	1.067,7	104,3	10.941,5	963,7	45,5	12.198,2	1.018,7	42,8	7,0	4,9	6,0
A largo plazo												
2007 Mar	11.044,1	277,7	137,2	9.242,9	213,2	96,3	10.343,2	234,3	101,7	8,6	78,5	9,9
Abr	11.085,8	182,6	41,8	9.274,4	156,1	31,7	10.379,7	177,9	45,2	8,6	53,3	9,0
May	11.269,9	266,3	185,3	9.407,8	199,3	134,6	10.534,4	225,6	149,6	9,0	105,8	9,1
Jun	11.369,7	258,8	98,4	9.472,9	190,9	63,7	10.615,5	217,8	77,5	8,9	47,2	8,8
Jul	11.396,6	198,4	26,5	9.484,6	162,2	11,5	10.639,3	188,2	25,6	8,8	46,8	8,3
Ago	11.391,4	102,8	-5,8	9.478,4	86,9	-6,8	10.638,0	104,2	-1,8	8,5	51,1	7,6
Sep	11.416,2	157,5	23,5	9.495,4	132,2	15,7	10.628,4	146,6	14,5	8,0	9,9	6,2
Oct	11.492,8	236,1	77,7	9.559,0	199,9	64,9	10.690,2	224,1	71,7	7,8	80,3	6,7
Nov	11.572,7	174,1	78,2	9.618,5	140,5	57,7	10.731,4	155,2	54,5	7,1	34,9	5,2
Dic	11.626,7	194,7	54,7	9.663,5	160,8	45,7	10.763,4	171,8	34,4	7,3	78,8	5,8
2008 Ene	11.626,0	194,3	2,6	9.656,8	166,1	-3,4	10.760,8	189,7	1,6	6,7	11,9	5,1
Feb	11.672,9	181,2	46,8	9.705,8	161,9	49,0	10.802,9	186,0	51,1	6,1	27,4	4,6
Mar	11.706,3	175,9	34,4	9.729,0	141,4	24,0	10.799,4	156,0	20,2	5,3	-3,9	4,4

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	11.090	4.573	1.161	635	4.417	305	11.360	8.396	422	1.114	1.342	85
2007	12.054	5.052	1.473	684	4.530	315	13.619	10.085	542	1.458	1.453	80
2007 II	11.791	4.878	1.311	683	4.610	308	3.347	2.369	118	453	389	18
III	11.885	4.960	1.342	678	4.595	310	3.451	2.604	89	394	346	19
IV	12.054	5.052	1.473	684	4.530	315	3.504	2.661	194	326	302	21
2008 I	12.198	5.093	1.489	688	4.615	313	3.248	2.358	67	317	478	27
2007 Dic	12.054	5.052	1.473	684	4.530	315	998	761	88	91	52	5
2008 Ene	12.122	5.102	1.464	695	4.546	315	1.195	887	7	108	181	12
Feb	12.183	5.105	1.480	694	4.589	314	1.034	744	32	102	148	8
Mar	12.198	5.093	1.489	688	4.615	313	1.019	728	28	107	149	7
A corto plazo												
2006	1.015	575	12	94	330	4	9.195	7.392	61	1.023	688	31
2007	1.290	787	18	122	357	7	11.348	9.052	58	1.367	832	38
2007 II	1.175	632	11	120	407	5	2.726	2.081	12	413	210	9
III	1.257	715	9	117	409	7	3.012	2.406	10	378	207	11
IV	1.290	787	18	122	357	7	2.953	2.427	20	304	192	10
2008 I	1.399	817	31	133	411	7	2.716	2.100	21	306	278	12
2007 Dic	1.290	787	18	122	357	7	826	694	5	86	39	3
2008 Ene	1.361	825	18	131	380	7	1.006	793	3	104	101	5
Feb	1.380	818	31	132	392	7	848	649	15	98	82	4
Mar	1.399	817	31	133	411	7	863	659	3	103	95	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2006	10.075	3.998	1.148	540	4.087	301	2.165	1.004	362	90	654	54
2007	10.763	4.265	1.454	563	4.173	309	2.271	1.033	484	92	621	42
2007 II	10.615	4.247	1.300	563	4.203	304	621	288	106	40	179	8
III	10.628	4.245	1.333	561	4.186	304	439	198	79	16	138	8
IV	10.763	4.265	1.454	563	4.173	309	551	234	174	23	110	11
2008 I	10.799	4.276	1.458	555	4.204	306	532	258	47	11	200	15
2007 Dic	10.763	4.265	1.454	563	4.173	309	172	67	83	6	14	2
2008 Ene	10.761	4.277	1.446	564	4.166	308	190	95	5	3	80	7
Feb	10.803	4.287	1.450	562	4.197	306	186	95	17	4	66	5
Mar	10.799	4.276	1.458	555	4.204	306	156	69	25	4	54	4
Del cual: a tipo fijo												
2006	7.058	2.136	543	413	3.729	237	1.292	475	143	56	579	39
2007	7.324	2.272	589	426	3.787	250	1.280	530	117	57	540	36
2007 II	7.319	2.256	584	426	3.809	244	339	132	29	24	147	7
III	7.319	2.254	591	423	3.805	246	263	100	25	8	123	7
IV	7.324	2.272	589	426	3.787	250	273	126	23	16	99	8
2008 I	7.304	2.271	583	417	3.788	246	330	131	13	8	168	10
2007 Dic	7.324	2.272	589	426	3.787	250	56	31	8	3	13	1
2008 Ene	7.302	2.277	586	426	3.766	247	122	48	2	2	66	4
Feb	7.322	2.281	584	424	3.789	244	120	52	5	2	58	3
Mar	7.304	2.271	583	417	3.788	246	88	31	6	3	44	3
Del cual: a tipo variable												
2006	2.596	1.512	594	114	312	64	718	408	215	31	49	15
2007	2.984	1.615	847	126	338	58	819	372	358	33	51	5
2007 II	2.835	1.608	702	124	341	60	228	112	76	16	23	1
III	2.855	1.610	725	126	336	57	138	71	51	7	8	1
IV	2.984	1.615	847	126	338	58	240	74	148	7	8	3
2008 I	3.023	1.625	854	127	357	60	154	95	30	3	20	5
2007 Dic	2.984	1.615	847	126	338	58	104	26	74	3	0	1
2008 Ene	2.993	1.618	841	127	346	60	46	32	2	1	8	3
Feb	3.011	1.626	845	128	351	62	53	35	10	1	5	1
Mar	3.023	1.625	854	127	357	60	55	28	18	1	7	1

Fuente: BCE.

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

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

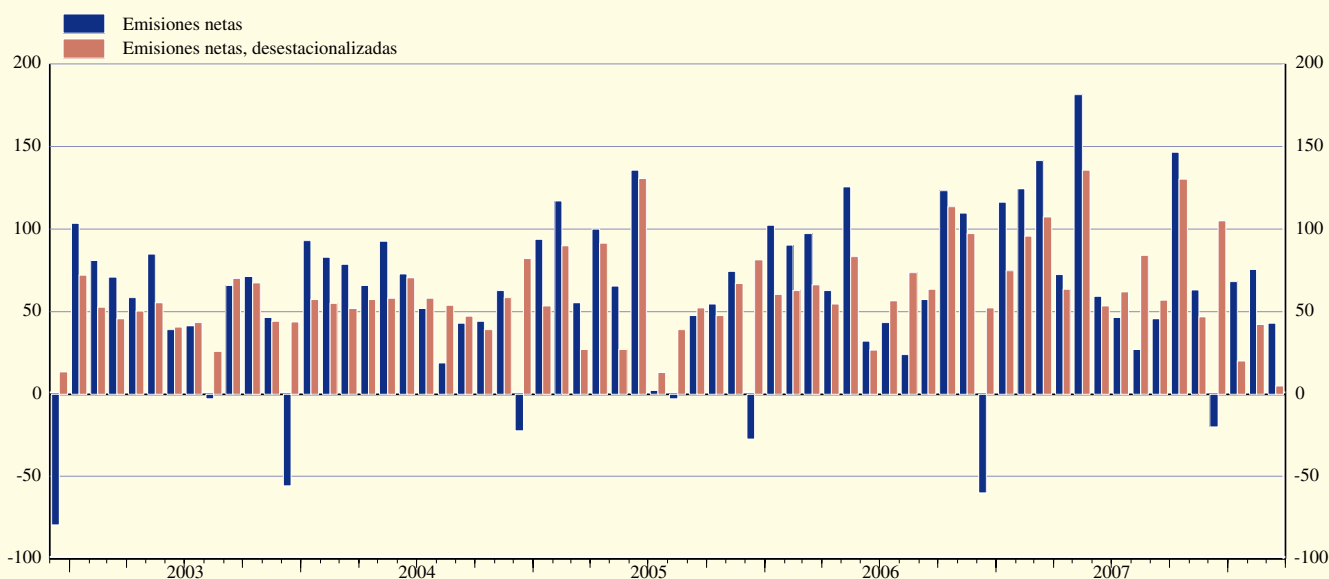
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006	807,1	422,3	240,7	31,4	90,3	22,3	808,9	427,8	237,1	31,7	89,9	22,3
2007	1.003,6	483,0	333,6	55,4	120,7	10,9	1.014,7	493,3	329,0	58,1	123,5	10,9
2007 II	312,9	105,9	58,9	36,3	111,9	-0,1	252,2	114,2	45,6	28,2	65,1	-0,9
III	118,8	95,3	35,8	-3,2	-11,3	2,3	203,0	120,9	63,8	3,8	8,3	6,3
IV	189,6	93,7	144,7	9,3	-63,0	4,9	282,1	135,0	108,1	15,5	20,6	2,9
2008 I	186,5	69,1	23,4	7,3	88,9	-2,1	67,3	-9,0	44,2	2,3	33,2	-3,4
2007 Dic	-19,8	-10,3	66,8	-6,7	-67,8	-1,9	104,9	53,6	42,2	3,5	6,0	-0,4
2008 Ene	68,3	48,8	-8,2	11,1	16,9	-0,4	20,1	16,3	15,6	9,6	-20,3	-1,1
Feb	75,4	14,1	18,4	-0,1	44,0	-1,1	42,3	-12,4	18,2	-1,6	40,0	-1,9
Mar	42,8	6,1	13,2	-3,8	28,0	-0,6	4,9	-12,9	10,5	-5,8	13,6	-0,4
A largo plazo												
2006	755,7	347,4	235,3	28,1	121,6	23,3	755,7	349,3	231,9	27,9	123,4	23,3
2007	739,3	283,4	327,6	28,1	92,3	8,1	736,9	285,2	323,1	28,0	92,7	8,0
2007 II	272,3	101,2	59,2	22,3	90,2	-0,6	206,4	97,0	45,8	15,8	49,1	-1,3
III	38,3	14,2	37,6	0,1	-14,0	0,4	107,8	27,9	65,9	2,7	7,1	4,2
IV	160,6	26,5	135,5	4,7	-11,0	4,9	194,0	52,8	99,2	2,0	37,1	2,9
2008 I	73,0	34,5	10,9	-4,5	34,2	-2,1	35,4	-1,5	31,4	2,1	6,8	-3,3
2007 Dic	34,4	-10,5	64,2	-1,6	-16,9	-0,9	78,8	16,7	40,3	-2,1	23,4	0,5
2008 Ene	1,6	15,3	-7,5	1,3	-6,6	-0,8	11,9	18,2	15,6	6,0	-26,6	-1,3
Feb	51,1	15,1	5,5	-0,7	32,3	-1,2	27,4	-8,3	4,9	1,0	31,5	-1,8
Mar	20,2	4,1	12,8	-5,1	8,5	0,0	-3,9	-11,5	10,8	-5,0	1,9	-0,2

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

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

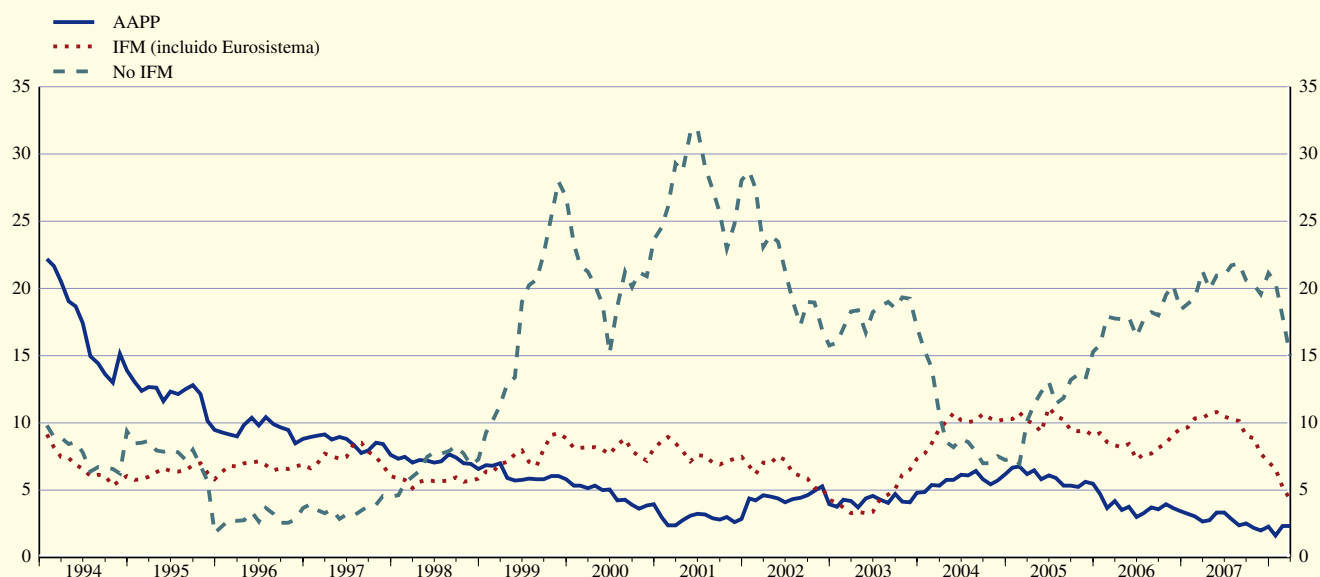


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2007 Mar	8,5	10,5	30,1	5,7	2,4	6,6	10,1	11,8	37,4	7,3	3,1	5,1
Abr	8,6	10,7	28,1	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,7	7,8	3,0	6,1
May	9,0	10,5	29,8	6,0	3,5	5,0	9,7	11,5	30,0	8,2	3,7	3,3
Jun	9,2	10,8	28,3	8,2	3,8	3,3	9,7	10,5	29,4	12,5	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	28,9	10,1	3,3	2,5	9,4	9,7	29,7	15,5	3,8	0,7
Ago	9,2	11,0	28,9	9,8	3,1	2,6	9,1	9,8	26,9	12,1	3,8	3,1
Sep	9,0	10,9	27,3	8,6	3,2	4,3	8,1	10,1	18,2	10,1	3,3	3,5
Oct	9,1	11,0	27,4	9,1	3,0	5,6	9,3	11,1	26,0	10,5	3,0	5,5
Nov	8,6	10,4	26,1	9,0	2,7	4,3	7,6	9,4	22,1	9,9	1,6	5,3
Dic	9,1	10,6	28,9	8,7	2,7	3,6	8,5	10,8	28,4	5,8	1,3	6,1
2008 Ene	8,5	9,9	27,5	10,5	2,2	3,0	7,7	10,2	25,4	6,1	0,6	5,3
Feb	8,0	8,6	24,8	9,8	3,0	2,8	6,9	7,4	22,8	7,6	2,1	2,3
Mar	7,0	7,6	21,1	7,7	2,8	1,6	6,0	5,1	23,9	5,3	2,4	-0,3
A largo plazo												
2007 Mar	8,6	10,4	29,9	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,9	5,7	2,1	5,2
Abr	8,6	10,6	28,1	4,8	2,4	7,4	9,0	11,9	29,3	5,8	1,7	5,8
May	9,0	10,8	29,9	4,2	3,2	5,1	9,1	11,1	30,5	6,0	2,5	2,8
Jun	8,9	10,5	28,6	6,3	3,3	3,4	8,8	10,4	29,9	8,9	2,4	0,6
Jul	8,8	10,3	29,2	7,2	2,9	2,7	8,3	9,3	30,4	8,4	2,1	0,6
Ago	8,5	10,1	29,3	7,1	2,4	2,7	7,6	8,0	27,4	8,0	2,1	2,8
Sep	8,0	9,0	27,9	6,3	2,4	3,5	6,2	6,1	18,8	6,9	2,7	2,0
Oct	7,8	8,8	27,2	6,1	2,0	4,6	6,7	5,9	25,2	6,3	2,4	3,7
Nov	7,1	7,7	25,9	6,3	1,9	3,1	5,2	4,3	21,4	6,5	1,3	3,4
Dic	7,3	7,1	28,7	5,2	2,3	2,7	5,8	3,9	27,5	1,7	2,1	4,8
2008 Ene	6,7	6,5	27,3	5,9	1,6	2,2	5,1	3,9	24,2	3,4	1,0	3,7
Feb	6,1	5,2	23,4	5,7	2,4	1,9	4,6	2,5	19,5	3,4	2,6	0,9
Mar	5,3	4,3	19,7	4,2	2,4	0,9	4,4	2,4	20,5	1,5	2,1	-0,3

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



Fuente: BCE.

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

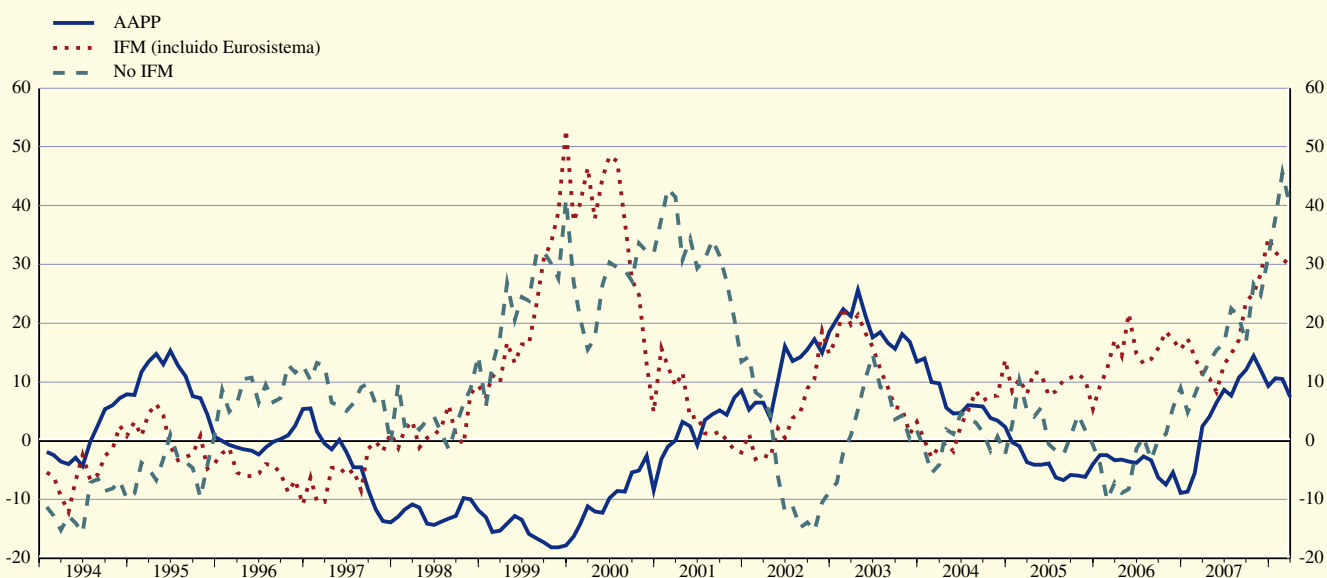
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,1	11,9	39,9	26,5	5,0	4,5
2007	5,2	7,1	17,8	3,8	2,4	6,6	15,7	11,1	37,5	18,7	3,8	-1,8
2007 II	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,4	12,1	37,7	19,2	5,1	-0,3
2007 III	5,4	8,0	17,6	4,7	2,3	5,0	16,1	11,1	39,3	19,9	4,4	-4,7
2007 IV	4,5	6,7	13,5	4,9	1,8	6,3	15,0	9,0	39,3	14,4	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,2	8,6	4,2	1,3	3,3	14,2	5,9	38,6	12,3	11,4	-3,3
2007 Oct	4,6	6,9	13,8	5,1	1,7	6,8	15,6	9,9	39,5	14,3	4,9	-3,4
2007 Nov	4,3	6,5	12,6	5,3	1,7	6,4	14,2	8,3	37,4	14,2	4,6	-9,3
2007 Dic	4,3	6,7	11,4	4,4	1,7	5,8	15,4	7,1	43,5	10,7	8,3	-8,8
2008 Ene	3,4	5,9	10,4	4,7	0,7	4,0	15,3	6,7	41,9	13,0	11,6	-4,6
2008 Feb	3,1	4,8	6,9	4,5	1,5	2,4	13,7	5,3	37,3	12,6	12,2	-0,2
2008 Mar	2,6	3,5	5,8	2,8	1,6	1,4	12,0	4,6	30,6	12,0	12,3	-1,3
En euros												
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	14,9	10,1	36,4	29,2	5,2	3,7
2007	4,6	6,4	14,5	2,2	2,7	6,7	15,0	10,2	35,2	18,7	3,9	-2,4
2007 II	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,7	11,2	35,2	20,0	5,2	-0,8
2007 III	4,7	7,1	14,6	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,5	19,0	4,5	-5,6
2007 IV	4,1	6,2	11,3	3,5	2,1	6,6	14,8	8,6	37,8	13,3	4,9	-7,2
2008 I	2,9	4,8	7,4	3,0	1,5	3,5	14,8	5,7	39,1	11,7	11,7	-4,1
2007 Oct	4,1	6,3	11,9	3,5	1,9	7,1	15,3	9,5	37,6	13,1	5,1	-4,2
2007 Nov	4,0	6,1	10,5	4,2	1,9	6,8	14,0	8,1	35,7	13,0	4,8	-10,0
2007 Dic	3,9	6,2	9,7	3,3	1,9	6,2	15,8	6,9	43,5	9,9	8,6	-8,9
2008 Ene	2,9	5,3	9,0	3,4	0,9	4,3	15,9	6,5	42,0	12,3	11,9	-5,0
2008 Feb	2,9	4,4	6,1	3,3	1,7	2,5	14,4	5,1	38,1	11,9	12,5	-1,5
2008 Mar	2,3	3,2	4,8	1,1	1,8	1,4	12,6	4,2	31,7	11,7	12,9	-2,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

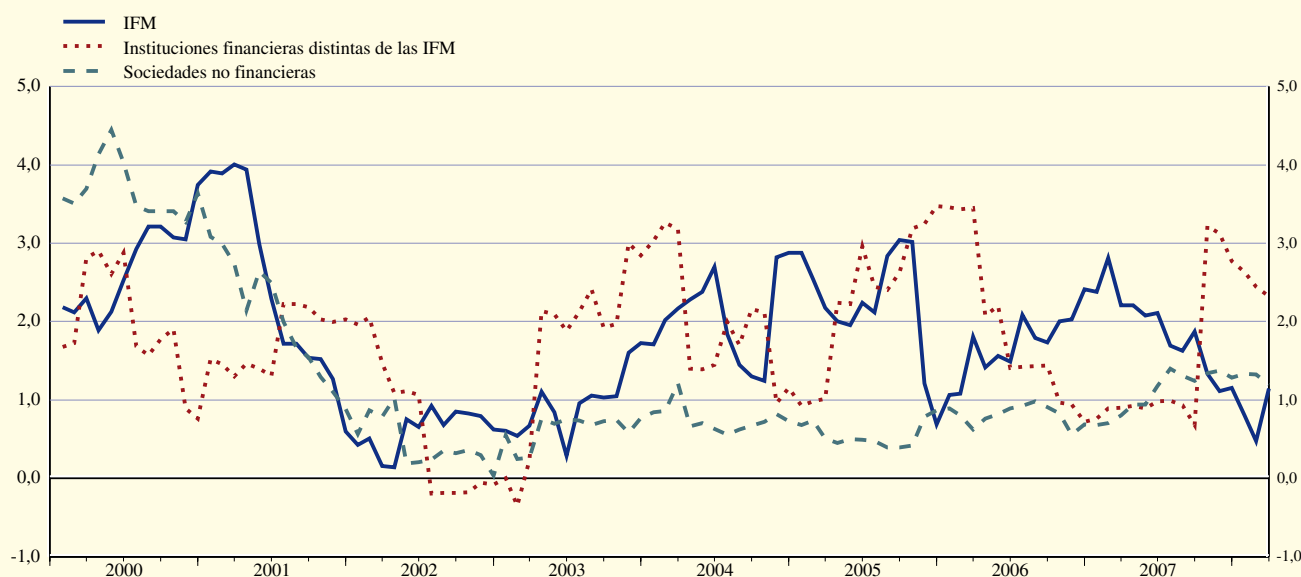
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Mar	5.656,9	103,6	1,1	971,1	1,8	585,1	3,4	4.100,7	0,6
Abr	5.681,7	103,7	1,0	957,5	1,4	579,1	2,1	4.145,1	0,8
May	5.390,8	103,8	1,1	901,3	1,6	543,6	2,2	3.945,8	0,8
Jun	5.402,3	103,9	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.952,8	0,9
Jul	5.399,1	104,0	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.922,4	0,9
Ago	5.580,7	104,0	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.012,4	1,0
Sep	5.722,5	104,1	1,1	991,8	1,7	616,7	1,4	4.114,0	0,9
Oct	5.911,5	104,2	1,0	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.265,2	0,8
Nov	5.966,3	104,2	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.320,9	0,6
Dic	6.184,5	104,5	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.487,4	0,7
2007 Ene	6.364,1	104,5	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.594,4	0,7
Feb	6.278,9	104,7	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.548,3	0,7
Mar	6.504,8	104,7	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.744,1	0,8
Abr	6.754,5	104,9	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.910,4	0,9
May	7.034,1	104,9	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.170,7	0,9
Jun	6.955,9	105,3	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.150,1	1,2
Jul	6.725,7	105,5	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.017,0	1,4
Ago	6.612,3	105,4	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.968,4	1,3
Sep	6.675,8	105,4	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.029,8	1,2
Oct	6.929,5	105,7	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.227,5	1,3
Nov	6.615,1	105,8	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.003,2	1,4
Dic	6.571,3	105,9	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.975,2	1,3
2008 Ene	5.749,8	106,0	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.364,6	1,3
Feb	5.803,3	106,0	1,3	858,2	0,5	492,4	2,4	4.452,8	1,3
Mar	5.552,7	106,0	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.192,9	1,2

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

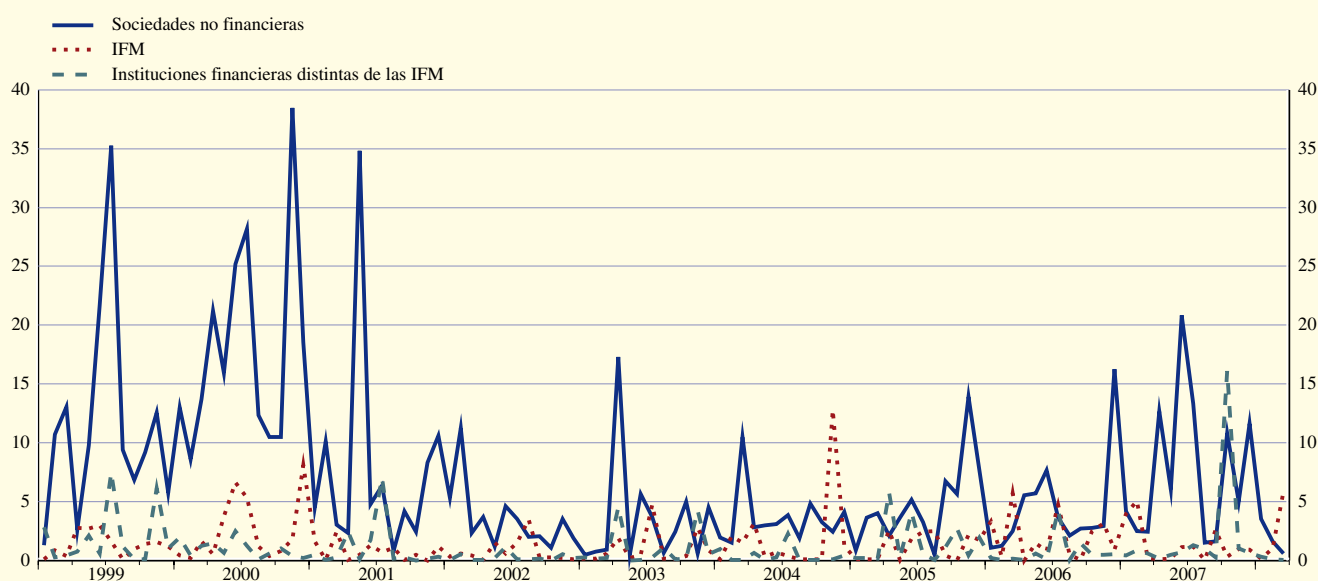
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2006 Mar	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-2,9
Abr	5,6	0,5	5,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,5	0,3	5,2
May	7,7	2,2	5,5	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	5,7	2,2	3,5
Jun	8,5	2,7	5,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	7,7	2,4	5,3
Jul	12,6	6,6	6,0	4,7	0,0	4,7	4,2	3,5	0,7	3,6	3,1	0,6
Ago	2,6	1,8	0,8	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,1	1,6	0,5
Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5
Nov	6,5	2,0	4,5	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	2,9	1,8	1,1
Dic	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007 Ene	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
Feb	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
Abr	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
May	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
Jun	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
Jul	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sep	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	27,2	8,0	19,1	0,3	3,2	-2,9	16,1	0,5	15,5	10,8	4,3	6,5
Nov	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
Dic	13,2	4,6	8,6	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	11,6	2,5	9,2
2008 Ene	3,9	1,4	2,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,5	0,7	2,8
Feb	2,7	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
Mar	6,5	5,8	0,6	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,6	5,4	-4,8

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2007 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	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
Oct	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
Nov	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
Dic	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 Ene	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,38	4,68	3,95
Feb	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,02	4,07	4,18	4,36	3,93
Mar	1,22	4,14	3,97	3,09	2,69	3,78	2,02	4,19	4,25	4,08	3,96

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007 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	8,26	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	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
Oct	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
Nov	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
Dic	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 Ene	10,46	8,11	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,45	8,54	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
Mar	10,52	8,36	7,05	8,39	8,56	5,19	4,88	4,96	5,08	5,32	5,65	5,78	5,43

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2007 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	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
Oct		6,53	5,95	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
Nov		6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
Dic		6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene		6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,25
Feb		6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
Mar		6,55	5,91	5,75	5,20	5,19	5,37	5,30

Fuente: BCE.

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

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

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

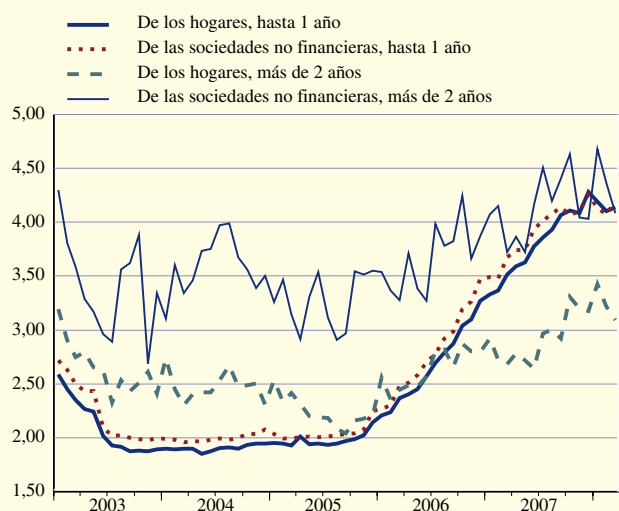
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Abr	1,04	3,23	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	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,02	4,23	4,24	3,97
Mar	1,22	4,01	3,06	2,69	3,78	2,02	4,28	4,23	3,96

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

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Abr	5,14	4,48	4,80	8,68	6,96	5,97	5,50	4,95	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,99	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	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14
Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
Mar	5,62	4,80	5,02	9,07	7,17	6,28	6,01	5,51	5,28

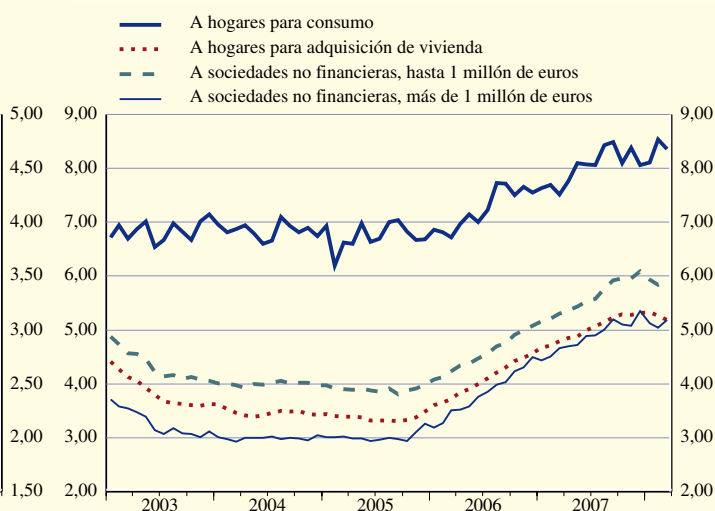
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

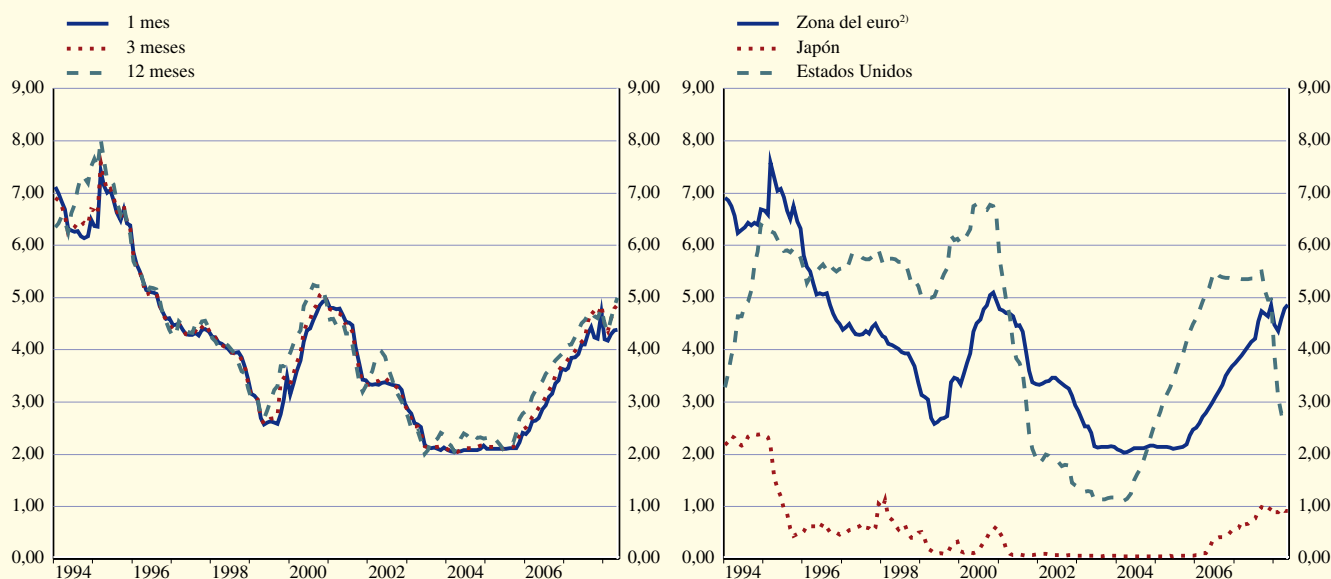
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 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
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
2007 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
Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 Ene	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
Feb	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
Mar	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
Abr	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
May	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92

C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

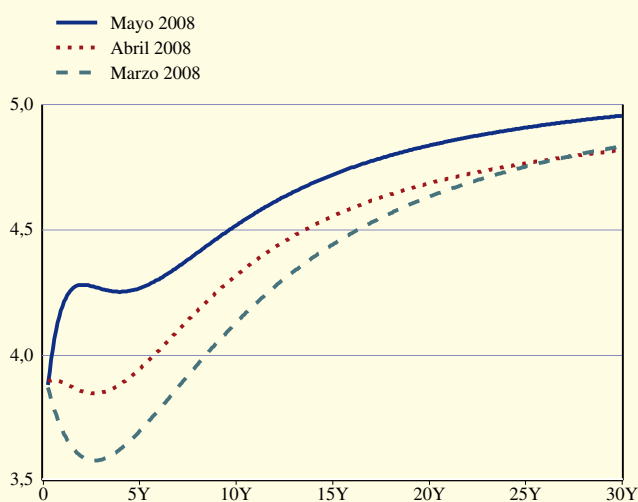
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

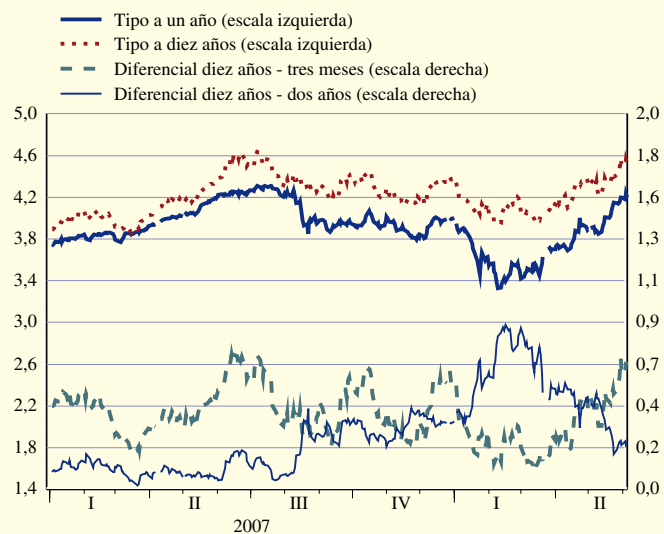
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años - tres meses (diferencial)	Diez años - dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03

C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro (en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro (datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



Fuente: BCE, los datos utilizados han sido proporcionados por EuroMTS y las calificaciones crediticias por Fitch Ratings.

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

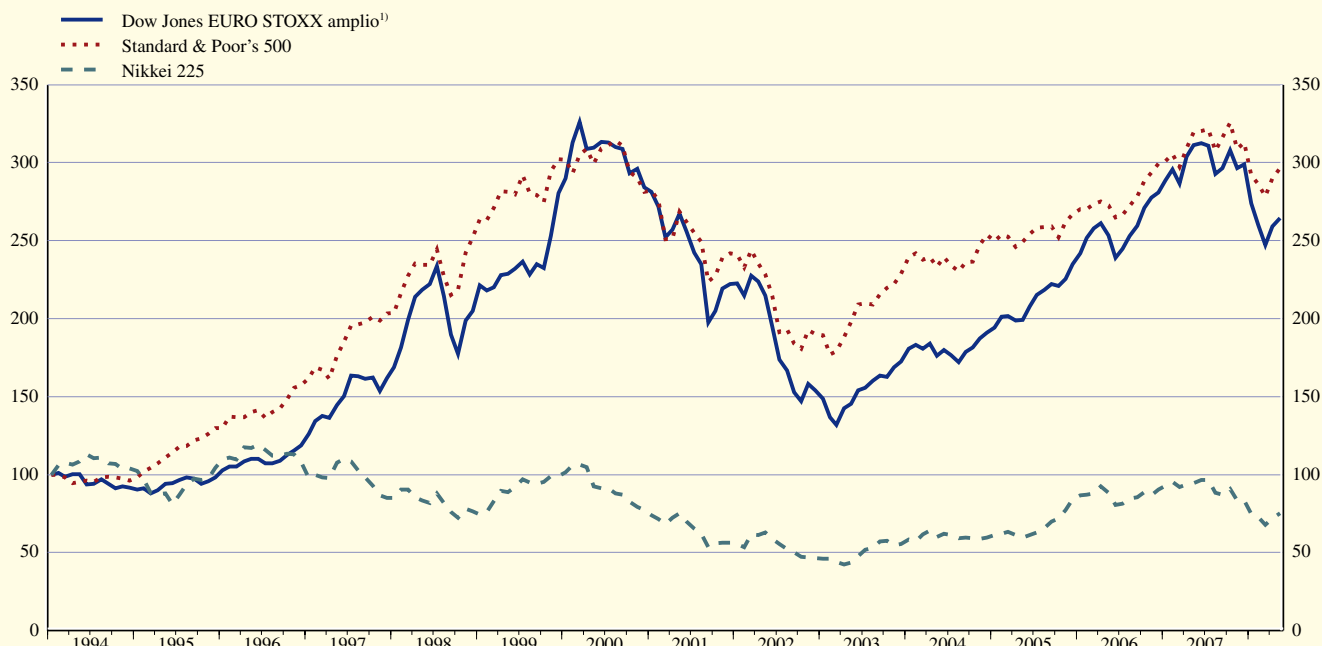
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 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
IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2007 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	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
May	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

% del total ³⁾	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,3	0,1	0,4	1,0	0,7	1,8	2,4
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,9	2,1
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,9	1,7
IV	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,2
2007 Dic	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,2	3,3	1,8
2008 Ene	105,8	3,2	2,3	3,7	2,5	0,4	0,8	0,3	0,0	1,6	0,2	3,4	2,1
Feb	106,2	3,3	2,4	3,8	2,4	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,1	0,2	3,4	2,1
Mar	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,6	0,3	0,7	0,1	2,3	0,5	3,7	2,4
Abr	107,6	3,3	2,4	4,0	2,3	0,1	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,3	3,4	2,3
May ⁴⁾	.	3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total ³⁾	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2007 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
IV	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
2007 Nov	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	3,2
Dic	4,3	5,1	3,1	3,0	1,0	9,2	2,6	2,0	2,8	-2,3	3,0	3,2
2008 Ene	4,9	5,9	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	3,0	3,3
Feb	5,2	6,5	3,3	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2
Mar	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1
Abr	5,4	7,0	3,1	3,2	0,8	10,8	2,4	1,8	3,2	-1,6	2,7	2,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2008.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,8	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,2	6,5	19,7	24,8	52,9
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,6	2,0	1,5	1,2	4,5	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,5	5,0 ⁶⁾	-3,1	13,8	51,0
III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,6	-	2,0	6,7	54,2
IV	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,2	4,0 ⁶⁾	23,5	1,6	61,0
2008 I	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	-	-	36,5	11,9	64,2
2007 Dic	121,7	4,4	4,8	3,2	3,5	1,5	3,9	2,0	4,3	8,6	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 Ene	122,8	5,0	5,2	3,4	3,8	1,4	4,2	2,3	4,6	10,8	-	-	37,5	10,4	62,4
Feb	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,3	2,3	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1
Mar	124,5	5,8	5,6	3,8	4,4	1,5	4,6	2,5	5,0	12,7	-	-	34,8	10,3	66,1
Abr	125,5	6,1	5,4	3,7	4,3	1,6	4,4	2,4	4,8	14,3	-	-	32,7	5,8	69,8
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	47,7	6,0	80,1

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,5	2,3	3,1	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,8	2,7	2,7	2,8	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,7	2,5	2,6	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,7	2,5	2,6	2,2	2,6	3,0	2,4	2,2
2007 I	121,5	2,2	2,3	2,0	2,5	1,9	2,1	2,0
II	122,3	2,6	2,8	2,3	2,9	3,1	2,4	2,3
III	123,1	2,5	2,6	2,3	2,2	3,4	2,5	2,2
IV	124,0	2,7	2,9	2,2	2,8	3,7	2,5	2,1
2008 I	.	.	.	.	.	.	.	2,7

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,3	0,3	2,2	2,1	
2005	108,8	1,1	7,6	-0,6	3,4	0,9	1,4	2,0	
2006	109,8	1,0	0,9	-0,4	1,4	0,5	1,9	2,6	
2007	111,4	1,4	1,1	-0,4	4,0	0,5	3,3	1,8	
2006 IV	109,8	0,2	-0,6	-1,0	1,6	-0,2	1,8	0,8	
2007 I	110,7	1,0	0,6	-0,9	1,3	-0,5	3,4	2,0	
II	111,4	1,3	1,4	0,2	4,6	0,2	3,7	0,7	
III	111,4	1,4	2,0	-0,9	5,3	0,8	2,7	2,0	
IV	112,0	2,0	0,9	-0,1	4,9	1,5	3,3	2,2	
Remuneración por asalariado									
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	3,0	1,4	1,8	2,4	
2005	112,0	1,8	2,0	1,6	2,5	1,7	2,1	1,8	
2006	114,5	2,2	1,4	3,3	3,3	1,7	1,8	1,8	
2007	117,1	2,3	2,7	2,4	3,4	1,8	2,6	2,1	
2006 IV	115,2	1,8	2,5	2,8	3,4	2,0	2,0	0,3	
2007 I	116,3	2,4	2,5	2,1	3,7	1,8	3,2	2,3	
II	116,9	2,2	3,0	2,8	2,6	1,9	2,8	1,4	
III	117,2	2,2	3,1	2,1	3,5	1,8	2,3	2,1	
IV	118,0	2,5	2,1	2,6	3,5	1,8	2,4	2,6	
Productividad del trabajo ²⁾									
2004	102,2	1,3	14,2	4,0	-0,3	1,1	-0,4	0,3	
2005	103,0	0,7	-5,2	2,2	-0,9	0,8	0,7	-0,2	
2006	104,2	1,2	0,5	3,8	1,9	1,2	-0,1	-0,7	
2007	105,1	0,9	1,6	2,9	-0,6	1,3	-0,6	0,4	
2006 IV	104,9	1,6	3,1	3,9	1,8	2,3	0,2	-0,5	
2007 I	105,1	1,4	2,0	3,0	2,4	2,3	-0,2	0,3	
II	104,9	0,9	1,6	2,6	-1,9	1,7	-0,8	0,7	
III	105,2	0,8	1,1	3,0	-1,6	0,9	-0,5	0,2	
IV	105,3	0,4	1,2	2,7	-1,4	0,3	-0,9	0,4	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,5	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,5	2,6	2,5	3,5
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	1,9	2,9	2,7	3,9
2007	116,2	2,2	2,1	2,1	1,5	2,7	1,4	1,2
2007 I	115,3	2,1	1,8	1,9	1,5	3,0	1,4	0,5
II	116,1	2,2	1,9	1,9	0,8	2,9	1,6	0,7
III	116,6	2,2	2,1	1,9	1,4	2,5	1,2	0,9
IV	117,0	2,2	2,7	2,7	2,4	2,3	1,5	2,7
2008 I	117,7	2,0	.	3,1	2,2	2,2	2,2	3,9

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2004	7.809,6	7.660,9	4.479,1	1.594,0	1.578,6	9,1	148,8	2.858,4	2.709,6
2005	8.101,5	7.992,4	4.650,1	1.658,8	1.672,0	11,5	109,1	3.076,2	2.967,1
2006	8.499,1	8.406,0	4.844,8	1.723,7	1.814,8	22,7	93,1	3.413,5	3.320,4
2007	8.915,7	8.786,7	5.024,7	1.790,2	1.944,6	27,3	129,0	3.669,4	3.540,5
2007 I	2.196,5	2.166,2	1.235,5	441,6	479,1	10,0	30,3	894,1	863,8
II	2.218,1	2.182,5	1.250,7	445,2	482,0	4,6	35,6	908,7	873,1
III	2.242,8	2.209,7	1.262,9	449,8	488,4	8,7	33,1	930,3	897,2
IV	2.258,2	2.228,3	1.275,6	453,6	495,1	4,0	29,9	936,3	906,4
2008 I	2.288,7	2.261,7	1.288,3	457,5	507,1	8,7	27,0	963,2	936,2
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2007	100,0	98,6	56,4	20,1	21,8	0,3	1,4	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2007 I	0,8	1,1	0,2	0,9	1,2	-	-	0,9	1,6
II	0,4	0,1	0,6	0,3	0,0	-	-	0,9	0,2
III	0,7	0,7	0,4	0,8	0,9	-	-	2,2	2,4
IV	0,3	0,1	-0,1	0,0	1,0	-	-	0,3	-0,3
2008 I	0,8	0,8	0,2	0,4	1,6	-	-	1,9	1,8
<i>tasas de variación interanual</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,6	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,7	5,6
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,2	-	-	7,9	7,6
2007	2,6	2,3	1,6	2,3	4,5	-	-	6,0	5,3
2007 I	3,2	3,0	1,5	2,3	6,8	-	-	6,6	6,1
II	2,6	2,3	1,8	2,4	3,8	-	-	5,9	5,2
III	2,7	2,2	1,8	2,6	3,9	-	-	7,2	6,1
IV	2,1	2,0	1,2	2,0	3,2	-	-	4,4	4,0
2008 I	2,2	1,6	1,2	1,4	3,6	-	-	5,4	4,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2007 I	0,8	1,0	0,1	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-
II	0,4	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	0,3	-	-
III	0,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	-	-
IV	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,2	-	-
2008 I	0,8	0,7	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,9	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,3	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2007 I	3,2	3,0	0,9	0,5	1,4	0,2	0,3	-	-
II	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,3	-	-
III	2,7	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,5	-	-
IV	2,1	1,9	0,7	0,4	0,7	0,1	0,2	-	-
2008 I	2,2	1,6	0,7	0,3	0,8	-0,1	0,5	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.1.2 y 7.3.1.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	7.010,9	153,5	1.436,4	414,1	1.488,6	1.914,6	1.603,6	798,7
2005	7.260,0	142,1	1.472,6	439,8	1.527,1	2.013,0	1.665,4	841,5
2006	7.590,0	139,6	1.537,8	482,4	1.585,4	2.121,0	1.723,9	909,1
2007	7.962,6	150,8	1.614,3	520,6	1.654,4	2.232,5	1.790,0	953,1
2007 I	1.957,4	36,7	397,6	128,4	407,5	546,8	440,4	239,0
II	1.981,4	37,0	401,9	129,0	411,6	555,9	446,0	236,7
III	2.005,5	38,4	407,0	130,8	417,2	562,4	449,7	237,3
IV	2.018,2	38,7	407,7	132,4	418,1	567,4	453,8	240,1
2008 I	2.046,7	39,5	414,8	136,5	424,6	573,5	457,7	242,0
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,0	22,5	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2007 I	0,8	0,9	0,9	1,4	0,7	0,9	0,6	0,4
II	0,5	-1,0	0,6	-1,4	0,7	0,8	0,5	-0,7
III	0,7	-1,1	1,1	0,5	0,8	0,6	0,3	0,7
IV	0,4	1,3	0,5	0,4	0,1	0,5	0,2	-0,2
2008 I	0,7	2,5	0,6	1,9	1,1	0,6	0,2	1,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,8	1,6	1,0
2005	1,6	-6,0	1,0	1,6	1,6	3,1	1,3	1,6
2006	2,8	-0,9	3,4	4,7	2,7	3,6	1,1	3,0
2007	2,8	0,8	3,4	3,2	3,0	3,2	1,7	1,4
2007 I	3,3	2,1	3,4	7,4	3,7	3,6	1,6	2,2
II	2,7	0,4	3,2	2,6	3,1	3,1	1,8	1,3
III	2,8	-0,1	3,5	2,0	3,1	3,2	1,7	1,8
IV	2,4	0,1	3,2	0,9	2,3	2,9	1,7	0,1
2008 I	2,3	1,7	2,9	1,4	2,7	2,6	1,3	1,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2007 I	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
III	0,7	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-
2008 I	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,3	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 I	3,3	0,0	0,7	0,5	0,8	1,0	0,4	-
II	2,7	0,0	0,6	0,2	0,6	0,9	0,4	-
III	2,8	0,0	0,7	0,1	0,7	0,9	0,4	-
IV	2,4	0,0	0,7	0,1	0,5	0,8	0,4	-
2008 I	2,3	0,0	0,6	0,1	0,6	0,7	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,3	103,9	1,3	1,4	1,1	0,8	2,9	0,4	-0,9	0,7	1,4	0,3
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,8	4,0
2007	3,5	111,8	3,5	4,0	3,9	3,8	6,0	2,3	1,1	2,6	-0,3	3,2
2007 II	3,0	111,1	2,9	3,4	3,2	3,2	5,0	2,0	1,3	2,1	-0,2	2,7
III	3,8	112,7	4,0	4,3	4,2	3,6	6,6	3,1	2,0	3,2	1,4	1,8
IV	2,6	112,9	3,1	2,6	2,4	1,9	5,2	0,7	-2,7	1,3	5,9	-0,8
2008 I	2,6	113,7	2,8	2,2	2,1	1,7	5,8	0,4	-1,4	0,7	4,4	1,2
2007 Oct	4,3	113,2	4,4	4,0	3,9	3,2	7,3	1,8	0,4	2,1	6,9	2,9
Nov	2,4	112,7	3,0	2,3	2,0	1,6	5,2	0,4	-3,8	1,2	6,4	-1,7
Dic	1,0	112,8	1,8	1,4	1,1	0,6	3,2	-0,3	-4,9	0,5	4,7	-3,9
2008 Ene	3,3	113,6	3,5	3,5	3,2	2,3	7,2	1,8	0,0	2,1	3,0	2,4
Feb	3,5	113,9	3,3	3,1	3,4	2,0	6,9	1,0	-0,7	1,3	4,3	4,6
Mar	1,3	113,4	1,7	0,2	-0,1	0,8	3,7	-1,5	-3,2	-1,2	5,8	-2,2
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Oct	0,9	-	0,7	0,6	0,5	0,6	1,1	0,1	0,1	0,1	0,9	1,7
Nov	-0,7	-	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,2	-0,5	-2,0	-0,3	0,2	-1,8
Dic	0,1	-	0,1	0,3	0,4	0,7	-0,4	0,2	-0,1	0,2	0,5	-0,2
2008 Ene	1,0	-	0,7	1,2	1,2	0,8	2,5	0,9	2,0	0,7	-4,5	2,4
Feb	0,6	-	0,3	0,2	0,4	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-0,4	1,4	1,6
Mar	-0,9	-	-0,5	-0,5	-1,4	-0,4	-1,4	-0,8	-1,6	-0,6	2,7	-2,6

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,2	0,6	1,7	2,3	1,2	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,4	1,6	0,3	2,6	2,8	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,1	6,3	2,4	109,4	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,1	963	-0,5
2007 II	129,6	10,6	125,9	6,3	2,2	109,6	1,0	-0,2	1,8	3,2	2,9	952	-2,5
III	129,0	6,5	127,4	6,3	2,6	109,9	1,4	-0,6	2,9	5,8	2,8	965	2,1
IV	131,5	8,2	127,1	5,3	2,1	108,9	-0,4	-0,9	0,1	0,0	-1,2	981	0,3
2008 I	131,5	4,3	131,3	4,6	3,1	108,9	-0,1	-1,4	0,7	0,1	-1,1	949	-0,6
2007 Nov	133,9	11,3	128,0	4,6	2,1	108,7	-0,5	-1,2	-0,2	-0,8	-2,0	960	-3,7
Dic	128,9	2,1	125,9	1,7	1,4	108,8	-1,3	-1,9	-0,7	-1,0	-1,8	1.009	4,1
2008 Ene	131,9	7,1	132,1	7,5	3,7	109,3	0,8	-1,6	2,4	2,9	0,4	955	-1,3
Feb	132,2	10,0	131,7	10,2	4,6	109,1	1,3	0,2	2,0	4,3	-0,4	980	5,8
Mar	130,3	-3,2	130,3	-2,7	1,1	108,1	-2,3	-2,5	-2,1	-6,3	-3,1	913	-4,8
Abr	.	.	.	.	0,6	107,4	-2,9	-3,4	-2,4	.	.	958	2,2
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Nov	-	1,7	-	0,4	-0,1	-	-0,6	-0,8	-0,4	-0,7	-0,8	-	-1,3
Dic	-	-3,7	-	-1,6	0,3	-	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,7	-	5,1
2008 Ene	-	2,4	-	4,9	0,9	-	0,5	0,1	0,9	1,8	0,3	-	-5,4
Feb	-	0,2	-	-0,3	0,0	-	-0,2	0,1	-0,4	1,1	-0,2	-	2,7
Mar	-	-1,4	-	-1,1	-0,7	-	-0,9	-0,3	-1,2	-5,0	-1,2	-	-6,8
Abr	-	.	-	.	0,1	-	-0,6	-1,0	-0,5	.	.	-	4,9

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 I	109,4	6	7	4	14	84,4	-5	-2	-5	6	-8
II	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	83,7	-12	-7	-17	11	-12
2007 Dic	103,4	2	0	7	11	-	-9	-5	-12	8	-10
2008 Ene	101,7	1	-1	7	12	83,9	-12	-7	-17	11	-11
Feb	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
Mar	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
Abr	97,1	-2	-5	9	8	83,5	-12	-8	-19	11	-12
May	97,1	-2	-5	9	8	-	-15	-10	-21	14	-15

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 I	1	-8	9	-1	2	16	12	21	16	21	25
II	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
III	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
IV	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 I	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
2007 Dic	-5	-11	2	1	4	17	15	14	9	13	19
2008 Ene	-6	-13	1	-3	-2	18	10	13	6	12	19
Feb	-7	-13	-2	1	5	16	14	10	3	13	13
Mar	-9	-15	-3	1	5	15	11	9	2	11	13
Abr	-12	-18	-6	-5	-4	18	6	7	1	7	12
May	-10	-17	-3	-1	3	14	7	8	4	8	12

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2007.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	4,1	17,1	7,7	25,4	15,7	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	137,871	0,7	0,7	0,9	-2,9	-1,3	1,2	1,2	2,3	1,3
2005	139,146	0,9	1,0	0,4	-0,9	-1,2	2,5	0,8	2,4	1,4
2006	141,343	1,6	1,7	0,8	-1,4	-0,4	2,8	1,5	3,7	1,8
2007	143,827	1,8	1,9	0,9	-0,8	0,5	3,8	1,7	3,8	1,3
2006 IV	142,087	1,6	1,7	1,0	-2,6	-0,3	3,9	1,3	3,7	1,8
2007 I	142,940	1,8	2,0	0,6	0,1	0,5	5,0	1,3	3,9	1,3
II	143,638	1,7	1,9	0,6	-1,0	0,7	4,6	1,3	3,9	1,1
III	144,230	1,9	1,9	1,8	-1,1	0,4	3,6	2,2	3,6	1,5
IV	144,501	1,7	1,9	0,5	-1,2	0,3	2,2	2,1	3,7	1,3
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2006 IV	0,527	0,4	0,4	0,3	-0,5	0,1	1,5	0,1	0,7	0,4
2007 I	0,853	0,6	0,6	0,5	1,2	0,2	1,9	0,5	1,2	0,2
II	0,698	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,0	0,4
III	0,592	0,4	0,4	0,5	-1,1	0,1	-0,2	0,8	0,7	0,5
IV	0,271	0,2	0,4	-0,9	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,8	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,1		21,9		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,095	8,8	10,156	7,7	2,939	17,0	6,557	7,9	6,539	9,9
2005	13,285	8,8	10,339	7,8	2,946	17,1	6,696	8,0	6,589	9,9
2006	12,510	8,2	9,770	7,2	2,740	16,1	6,213	7,4	6,297	9,3
2007	11,372	7,4	8,895	6,5	2,477	14,8	5,590	6,6	5,782	8,4
2007 I	11,635	7,6	9,112	6,7	2,523	15,1	5,710	6,8	5,925	8,7
II	11,414	7,5	8,942	6,6	2,472	14,8	5,586	6,6	5,828	8,5
III	11,282	7,3	8,831	6,5	2,451	14,6	5,560	6,5	5,722	8,3
IV	11,156	7,2	8,696	6,3	2,461	14,7	5,505	6,5	5,651	8,2
2008 I	11,034	7,1	8,568	6,2	2,466	14,7	5,433	6,4	5,600	8,1
2007 Nov	11,153	7,2	8,696	6,3	2,456	14,6	5,504	6,5	5,649	8,2
Dic	11,107	7,2	8,649	6,3	2,458	14,7	5,487	6,4	5,621	8,1
2008 Ene	11,066	7,2	8,602	6,2	2,464	14,7	5,440	6,4	5,625	8,1
Feb	11,023	7,1	8,561	6,2	2,462	14,7	5,428	6,4	5,596	8,1
Mar	11,012	7,1	8,540	6,2	2,472	14,7	5,432	6,4	5,580	8,0
Abr	11,072	7,1	8,552	6,2	2,520	15,0	5,491	6,4	5,581	8,0

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2006.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital	Pro memoria: carga fiscal ²⁾						
	Total		Impuest. directos		Hogares		Empresas		Impuest. indirectos		Recibidos por inst. de la UE		Cotizaciones sociales				Empleadores		Asalariados		Ventas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14								
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0								
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6								
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7								
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2								
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1								
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8								
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0								
2006	45,5	45,2	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,4	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6								
2007	45,6	45,4	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,9								

2. Zona del euro - empleos

	Empleos corrientes														Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
	Total		Remuneración de asalariados		Consumo intermedio		Intereses		Transf. corrientes		Pagos sociales		Subvenciones		Inversión		Transf. de capital		Pagadas por inst. de la UE
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14					
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3					
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6					
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8					
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2					
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8					
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4					
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4					
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9					
2007	46,3	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,3					

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾													
	Total		Estado		Admón. Regional		Admón. Local	Seguridad Social	Total		Remuneración de asalariados		Consumo intermedio		Transf. sociales en especie vía productores de mercado		Consumo de capital fijo		Ventas (menos)	
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14					
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6						
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6						
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7						
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0						
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2						
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1						
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3						
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3						
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,8	12,3						

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

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

- Los datos se refieren al Euro-15. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
	Total					IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	72,8	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,5	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,3	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,0

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1													2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,6	7,8	15,5	26,4	30,9	71,0	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,8	13,6	27,9	30,6	69,9	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,7	6,1	13,4	27,8	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,2	13,7	26,5	28,0	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,1	15,3	25,0	27,7	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	5,0	14,8	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,7	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,2	57,7	6,7	5,3	0,5	7,9	62,3	4,6	14,9	25,7	29,6	68,9	1,2
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,4	24,5	29,6	67,5	1,0
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,5	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,6	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,1	67,8	27,4	98,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,4	52,3	63,5	63,6	27,5	41,3
2006	88,2	67,6	25,1	95,3	39,7	63,6	106,5	64,8	6,6	64,2	47,9	61,8	64,7	27,2	39,2
2007	84,9	65,0	25,4	94,5	36,2	64,2	104,0	59,8	6,8	62,6	45,4	59,1	63,6	24,1	35,4

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-15. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			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
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,4	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-15 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

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

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

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

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

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

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

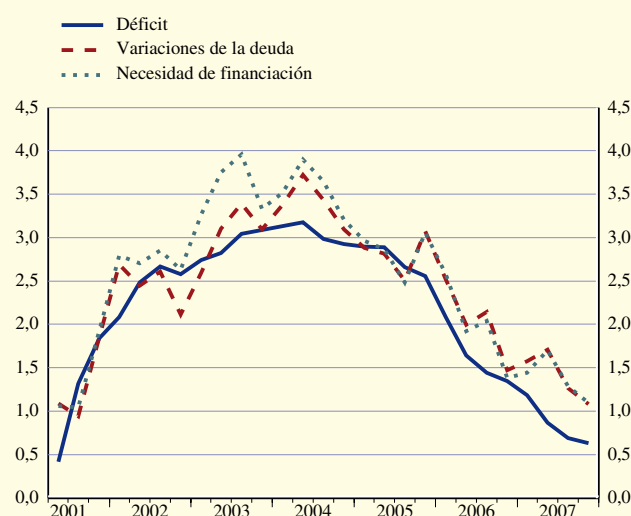
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2005 I	70,9	2,2	12,0	5,2	51,5
II	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 I	70,6	2,5	11,7	4,9	51,4
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 I	68,8	2,4	11,4	4,8	50,2
II	69,0	2,2	11,2	5,1	50,5
III	68,0	2,1	11,0	5,2	49,7
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

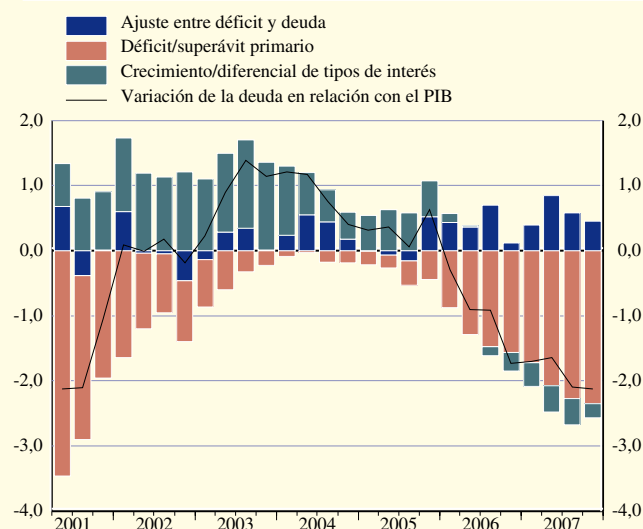
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-15.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

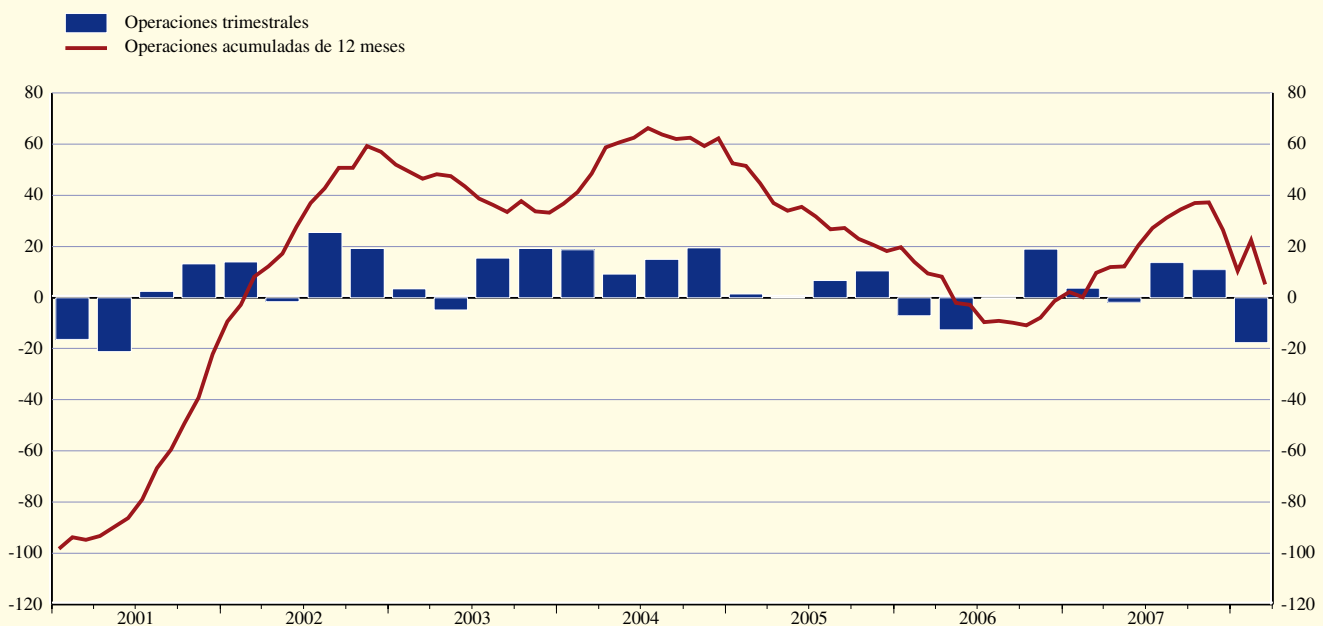
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,5	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,6	17,8	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,4	-120,3
2007	26,4	55,6	51,5	3,0	-83,6	14,1	40,5	102,8	-94,8	253,9	-110,1	58,9	-5,2	-143,3
2007 I	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,6	-15,2	-82,2	-1,4	-37,8
II	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,4	-4,4	-50,0
III	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,3	-112,7
IV	11,0	9,7	10,9	10,4	-20,1	5,8	16,8	-74,0	18,2	-44,2	-48,3	-4,7	4,9	57,2
2008 I	-17,6	-2,7	9,8	1,0	-25,7	5,5	-12,1	14,2	-68,8	70,0	-3,7	22,2	-5,5	-2,1
2007 Mar	9,4	10,2	4,5	2,7	-7,9	1,2	10,6	-26,8	-2,4	76,8	-3,8	-99,4	2,0	16,2
Abr	-2,5	4,9	3,7	-3,4	-7,7	0,6	-1,9	51,8	-5,1	6,5	-9,5	61,4	-1,6	-49,8
May	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	7,0	-25,9	11,3	-1,9	24,3	-0,8	4,7
Jun	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-9,0	-26,9	72,6	-8,3	-44,3	-2,0	-4,8
Jul	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
Ago	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,2	1,1	-67,8
Sep	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,2	-2,4	10,3
Oct	4,6	6,9	4,1	3,6	-10,0	1,3	6,0	-49,1	29,5	-44,1	-6,0	-28,6	0,0	43,2
Nov	3,6	5,1	3,5	1,7	-6,6	1,0	4,7	-1,6	9,5	9,9	-31,4	10,1	0,2	-3,0
Dic	2,7	-2,3	3,3	5,1	-3,4	3,5	6,1	-23,2	-20,8	-10,1	-11,0	13,9	4,7	17,1
2008 Ene	-17,9	-7,3	2,6	-3,2	-10,1	2,4	-15,5	27,3	-29,9	49,3	-13,0	27,7	-6,8	-11,7
Feb	8,1	4,2	4,5	3,8	-4,4	2,3	10,5	-24,9	-20,0	19,4	1,8	-30,7	4,7	14,4
Mar	-7,8	0,3	2,6	0,4	-11,2	0,8	-7,0	11,8	-18,8	1,3	7,4	25,2	-3,3	-4,8
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2008 Mar	5,0	44,2	51,9	-3,0	-88,1	15,1	20,1	87,5	-149,3	181,3	-98,6	163,3	-9,3	-107,6

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

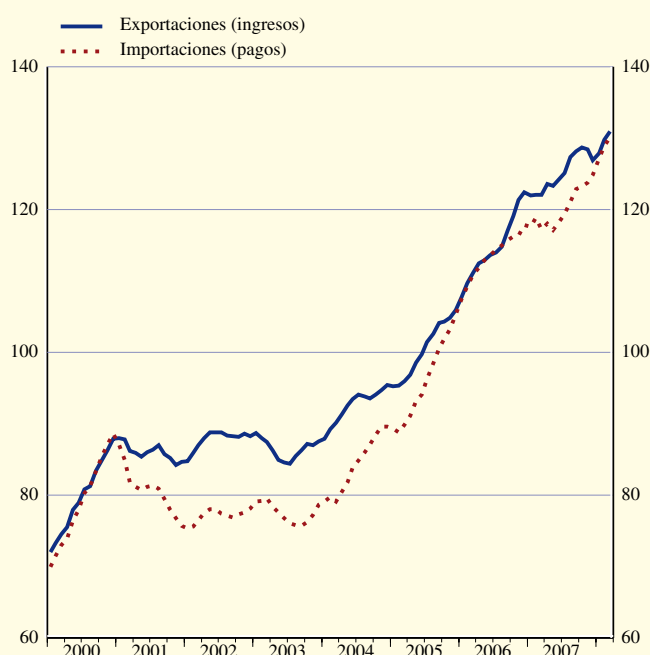
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5
2007	2.639,4	2.613,0	26,4	1.503,6	1.448,1	494,8	443,3	550,8	547,8	90,2	6,1	173,8	20,1	25,7	11,6
2007 I	627,5	623,7	3,7	361,5	352,8	111,4	101,9	127,6	120,6	27,0	1,4	48,3	4,6	7,7	3,1
II	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5
III	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8
IV	690,3	679,4	11,0	392,4	382,7	127,8	116,9	142,9	132,6	27,1	1,4	47,2	5,3	9,1	3,2
2008 I	668,7	686,3	-17,6	386,7	389,4	114,3	104,5	139,8	138,8	27,9	-	53,6	-	8,4	2,8
2008 Ene	213,4	231,3	-17,9	124,7	131,9	37,5	34,9	44,3	47,4	7,0	-	17,1	-	3,3	1,0
Feb	231,7	223,5	8,1	131,8	127,5	37,8	33,3	46,1	42,3	16,0	-	20,3	-	3,0	0,7
Mar	223,6	231,5	-7,8	130,3	129,9	39,0	36,3	49,4	49,0	5,0	-	16,2	-	2,0	1,2
	Datos desestacionalizados														
2007 I	639,8	630,4	9,3	366,3	351,6	120,7	106,7	130,6	130,3	22,1	-	41,8	-	-	-
II	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	-	40,5	-	-	-
III	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	-	43,8	-	-	-
IV	669,8	673,6	-3,8	380,8	374,7	127,2	114,6	140,3	138,5	21,6	-	45,9	-	-	-
2008 I	683,9	699,6	-15,7	392,9	390,6	124,3	109,9	144,1	151,3	22,6	-	47,9	-	-	-
2007 Oct	225,2	222,7	2,5	128,3	122,7	41,7	37,6	48,3	46,4	6,9	-	15,9	-	-	-
Nov	224,3	223,4	0,9	128,0	124,2	42,9	38,0	47,5	47,4	5,9	-	13,7	-	-	-
Dic	220,3	227,5	-7,2	124,4	127,8	42,6	38,9	44,5	44,6	8,8	-	16,2	-	-	-
2008 Ene	225,6	233,6	-7,9	131,4	129,6	40,8	36,0	47,6	51,7	5,8	-	16,2	-	-	-
Feb	236,8	229,2	7,5	133,7	129,2	41,7	35,8	50,2	49,1	11,1	-	15,1	-	-	-
Mar	221,5	236,8	-15,3	127,8	131,7	41,8	38,1	46,2	50,4	5,7	-	16,5	-	-	-

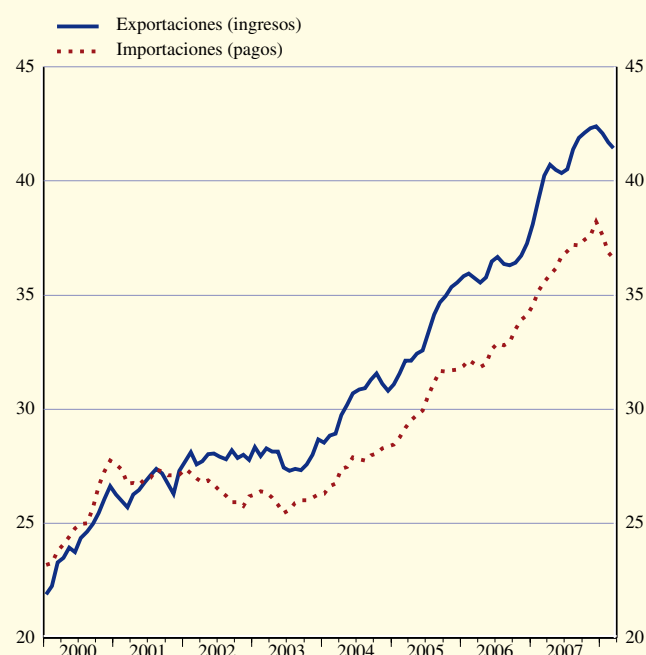
C31 Bienes

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



C32 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
													Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2007	17,3	10,6	533,5	537,2	168,5	53,2	100,6	18,9	24,6	20,7	45,1	115,5	118,0	106,1	177,3	194,4
2006 IV	4,3	2,6	127,6	118,7	47,8	10,3	28,4	8,8	5,5	5,0	8,2	19,0	28,2	23,1	37,9	43,2
2007 I	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
II	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
III	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
IV	4,6	2,7	138,3	129,8	44,0	12,2	22,4	0,7	6,9	5,5	9,0	20,8	30,8	28,9	47,5	52,2

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
Ingresos																
Cuenta corriente	2.639,4	1.005,3	54,6	84,9	531,4	275,7	58,8	32,3	34,7	76,2	30,6	57,0	87,9	171,6	410,1	733,6
Bienes	1.503,6	545,2	34,4	55,0	236,7	219,0	0,0	18,3	18,3	60,1	22,9	34,0	67,3	84,8	194,9	457,7
Servicios	494,8	174,8	9,8	13,4	117,9	28,1	5,7	5,2	7,0	13,1	5,9	10,8	11,2	48,0	84,0	134,8
Renta	550,8	219,4	9,7	15,2	162,4	25,7	6,5	8,7	8,7	2,8	1,8	11,7	9,2	32,8	123,2	132,5
Rentas de la inversión	533,5	213,5	9,6	15,1	160,4	25,5	2,9	8,6	8,6	2,7	1,8	11,7	9,2	26,3	121,5	129,7
Transferencias corrientes	90,2	65,9	0,7	1,3	14,4	2,8	46,5	0,2	0,7	0,2	0,0	0,5	0,2	6,0	8,0	8,5
Cuenta de capital	25,7	22,3	0,0	0,1	1,1	0,1	20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	2,2
Pagos																
Cuenta corriente	2.613,0	865,2	44,1	80,5	427,1	214,2	99,2	-	29,2	-	-	95,0	-	166,6	361,2	-
Bienes	1.448,1	423,8	28,1	50,5	174,1	171,2	0,0	24,9	12,9	164,4	18,4	56,1	90,2	74,4	135,2	447,7
Servicios	443,3	142,2	9,5	11,2	92,1	29,2	0,2	4,2	6,8	10,4	3,9	8,1	8,2	35,4	91,9	132,2
Renta	547,8	190,1	5,9	17,4	149,7	9,7	7,4	-	7,5	-	-	30,4	-	51,1	126,7	-
Rentas de la inversión	537,2	183,7	5,8	17,3	148,3	4,9	7,4	-	7,4	-	-	30,3	-	50,6	125,6	-
Transferencias corrientes	173,8	109,1	0,7	1,5	11,1	4,2	91,6	1,5	2,0	2,4	0,7	0,4	0,5	5,7	7,4	44,1
Cuenta de capital	11,6	1,9	0,0	0,1	1,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,2	7,3
Neto																
Cuenta corriente	26,4	140,2	10,5	4,4	104,3	61,4	-40,4	-	5,5	-	-	-38,0	-	4,9	49,0	-
Bienes	55,6	121,4	6,3	4,6	62,6	47,9	0,0	-6,7	5,4	-104,3	4,5	-22,1	-22,9	10,5	59,7	10,1
Servicios	51,5	32,6	0,4	2,2	25,7	-1,1	5,5	1,0	0,2	2,7	2,0	2,7	3,0	12,6	-7,8	2,6
Renta	3,0	29,3	3,8	-2,2	12,6	16,0	-0,9	-	1,2	-	-	-18,6	-	-18,3	-3,5	-
Rentas de la inversión	-3,7	29,7	3,7	-2,2	12,1	20,6	-4,5	-	1,2	-	-	-18,6	-	-24,4	-4,1	-
Transferencias corrientes	-83,6	-43,2	0,0	-0,1	3,3	-1,4	-45,0	-1,3	-1,3	-2,1	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,6	-35,6
Cuenta de capital	14,1	20,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	20,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-5,2

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,7	4.076,4	-37,3	3.007,8	3.179,5	282,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,5	142,8	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,5	5.105,7	-46,2	3.778,7	4.025,5	321,4
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,6	155,7	-12,1	3.050,2	2.654,1	4.459,0	5.960,7	-43,6	4.402,3	4.611,5	327,3
2007 III	13.645,2	14.948,0	-1.302,8	154,8	169,6	-14,8	3.385,9	2.896,4	4.784,6	6.707,8	-0,5	5.134,3	5.343,9	340,8
IV	13.709,3	15.052,9	-1.343,6	153,9	168,9	-15,1	3.428,3	2.987,8	4.730,9	6.705,1	45,1	5.156,3	5.360,1	348,8
Variaciones de los saldos vivos														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,3	490,6	-17,6	301,8	241,2	-24,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	770,8	846,0	39,4
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,2	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,6	586,1	5,8
2007 III	233,1	366,0	-133,0	10,6	16,6	-6,0	68,9	79,3	-21,1	49,3	11,1	159,8	237,5	14,5
IV	64,2	104,9	-40,7	2,8	4,5	-1,8	42,3	91,4	-53,7	-2,7	45,6	22,0	16,2	8,0
Operaciones														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,8	416,5	8,3	309,2	287,8	-12,4
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,4	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,4	643,0	-17,8
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,6	707,3	1,4
2007	1.807,3	1.910,0	-102,8	20,3	21,4	-1,2	401,8	307,0	422,5	676,4	110,1	867,7	926,6	5,2
2007 III	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,2	-4,4	115,8	75,0	33,9	99,0	26,8	209,9	314,3	4,3
IV	310,9	236,9	74,0	13,4	10,2	3,2	78,3	96,6	94,6	50,4	48,3	94,5	89,9	-4,9
2008 I	432,0	446,2	-14,2	19,2	19,9	-0,6	103,2	34,4	44,1	114,1	3,7	275,5	297,7	5,5
2007 Nov.	172,5	170,9	1,6	.	.	.	28,9	38,4	43,0	53,0	31,4	69,4	79,5	-0,2
Dec.	-97,2	-120,5	23,2	.	.	.	24,8	4,0	-22,1	-32,2	11,0	-106,2	-92,3	-4,7
2008 Jan.	282,0	309,3	-27,3	.	.	.	46,0	16,0	14,9	64,2	13,0	201,4	229,0	6,8
Feb.	135,4	110,5	24,9	.	.	.	33,2	13,2	28,0	47,4	-1,8	80,6	49,9	-4,7
Mar.	14,6	26,5	-11,8	.	.	.	24,0	5,2	1,2	2,5	-7,4	-6,5	18,8	3,3
Otros flujos														
2004	-20,2	91,3	-111,5	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,5	74,1	-25,9	-7,4	-46,7	-12,2
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,4	203,0	57,2
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007	-293,1	-93,3	-199,7	-3,3	-1,0	-2,2	-23,7	26,6	-150,6	58,1	-21,4	-113,7	-178,1	16,3
2007 III	-157,7	-122,2	-35,5	-7,2	-5,5	-1,6	-47,0	4,3	-55,0	-49,7	-15,7	-50,1	-76,8	10,1
IV	-246,7	-131,9	-114,7	-10,6	-5,7	-4,9	-36,0	-5,2	-148,3	-53,1	-2,7	-72,6	-73,7	12,9
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2003	-446,7	-174,5	-272,3	-5,9	-2,3	-3,6	-110,8	32,2	-108,3	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,2
2004	-182,4	-138,3	-44,1	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	372,0	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,4	.	149,5	117,2	18,7
2006	-292,5	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-65,9	14,4	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2003	135,3	158,6	-23,2	1,8	2,1	-0,3	59,8	32,7	95,8	125,8	-21,0	.	.	0,7
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	286,8	351,2	-64,4	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,4	-25,3	.	.	42,2
2006	317,2	272,1	45,1	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,9	226,0	5,1	.	.	16,4
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2003	156,6	-39,7	196,3	2,1	-0,5	2,6	66,7	56,2	94,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	-0,1
2004	42,2	-13,4	55,6	0,5	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,4	-48,7	.	63,5	7,8	-0,5
2005	138,0	146,2	-8,3	1,7	1,8	-0,1	-25,9	22,0	114,4	56,4	.	53,4	67,9	-3,9
2006	-144,9	-181,9	37,0	-1,7	-2,1	0,4	-78,8	-43,4	-100,2	-129,3	.	30,9	-9,2	3,2
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,8
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,4
2007 III	17,0	16,7	-	.	.	.	13,4	9,0	11,0	15,6	.	25,1	22,8	3,9
IV	14,8	14,4	-	.	.	.	13,1	11,5	9,5	11,3	.	19,7	20,2	1,6
2008 I	12,7	12,3	-	.	.	.	13,0	9,5	7,0	8,0	.	16,4	19,5	2,8

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

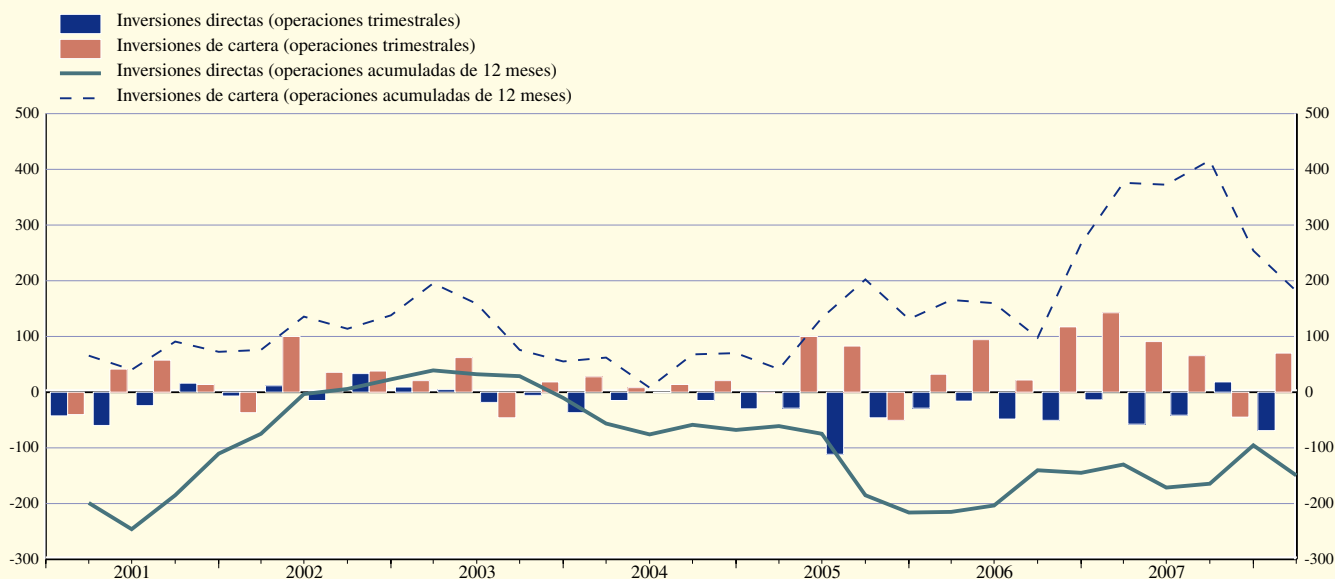
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos		Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)		Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos		Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)					
		Total	IFM	No IFM	Total		IFM	No IFM	Total	A IFM	A no IFM			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 III	3.385,9	2.735,1	239,3	2.495,8	650,9	7,8	643,1	2.896,4	2.204,9	60,5	2.144,4	691,5	12,8	678,6
IV	3.428,3	2.773,0	235,0	2.538,1	655,2	8,4	646,8	2.987,8	2.252,9	61,7	2.191,2	735,0	13,7	721,2
Operaciones														
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007	401,8	310,1	26,0	284,1	91,7	-0,5	92,2	307,0	210,3	1,4	208,9	96,7	1,3	95,4
2007 III	115,8	85,9	18,0	68,0	29,9	-0,6	30,5	75,0	51,7	0,4	51,3	23,3	0,3	22,9
IV	78,3	65,4	-6,9	72,2	12,9	0,6	12,3	96,6	53,6	1,4	52,2	43,0	0,7	42,3
2008 I	103,2	68,9	13,9	55,1	34,2	2,3	31,9	34,4	17,5	0,0	17,5	16,9	-0,1	17,0
2007 Nov	28,9	20,6	3,6	17,0	8,3	-0,6	8,9	38,4	12,7	0,3	12,4	25,7	1,7	24,1
Dic	24,8	21,4	0,8	20,6	3,4	1,6	1,8	4,0	5,8	1,0	4,8	-1,8	0,2	-2,0
2008 Ene	46,0	33,3	6,9	26,4	12,6	0,3	12,4	16,0	6,9	0,3	6,6	9,1	0,9	8,3
Feb	33,2	16,8	3,8	13,0	16,4	-0,5	16,9	13,2	1,7	0,4	1,4	11,4	0,2	11,2
Mar	24,0	18,8	3,2	15,7	5,2	2,6	2,6	5,2	8,8	-0,7	9,6	-3,6	-1,2	-2,4
Tasas de crecimiento														
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 III	13,4	12,2	24,2	11,2	18,7	-38,4	18,9	9,0	8,7	2,1	8,9	10,1	1,7	10,2
IV	13,1	12,4	12,4	12,4	15,9	-43,5	16,2	11,5	10,3	2,3	10,6	15,4	8,1	15,4
2008 I	13,0	12,3	15,3	12,0	16,0	68,2	15,5	9,5	8,5	0,8	8,7	12,7	15,8	12,7

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
		Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM			
				Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema			AAPP	Euro-sistema			AAPP			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	3.887,5	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,1	710,6	8,8	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,0	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,5	846,0	11,0	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 III	4.784,6	2.120,5	139,7	2,8	1.980,9	42,6	2.263,1	935,4	11,6	1.327,7	15,3	400,9	315,1	8,1	85,8	9,6
IV	4.730,9	2.049,6	144,4	2,8	1.905,1	41,8	2.277,6	929,0	11,3	1.348,6	15,5	403,7	323,5	8,2	80,2	0,4
Operaciones																
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007	422,5	46,7	28,8	0,0	17,9	5,3	326,6	149,5	1,7	177,1	2,3	49,2	40,1	0,2	9,1	0,3
2007 III	33,9	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,4	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
IV	94,6	11,4	13,4	0,0	-1,9	0,9	77,2	20,1	0,3	57,1	0,3	6,0	18,3	0,8	-12,3	-9,1
2008 I	44,1	-36,9	-39,7	0,1	2,8	-	11,4	18,0	-1,1	-6,6	-	69,7	65,0	-0,1	4,7	-
2007 Nov	43,0	8,7	2,3	0,0	6,3	-	42,7	33,6	0,2	9,1	-	-8,3	-2,3	-0,1	-6,0	-
Dic	-22,1	-8,0	1,5	0,0	-9,6	-	-3,7	-27,2	0,0	23,5	-	-10,3	-7,1	0,9	-3,3	-
2008 Ene	14,9	-19,2	-10,0	0,0	-9,2	-	-3,4	9,7	-0,3	-13,1	-	37,5	37,9	0,0	-0,4	-
Feb	28,0	-7,4	-2,9	0,0	-4,5	-	21,6	12,0	-0,2	9,6	-	13,9	14,6	0,0	-0,7	-
Mar	1,2	-10,3	-26,8	0,1	16,5	-	-6,8	-3,7	-0,6	-3,1	-	18,3	12,4	-0,1	5,8	-
Tasas de crecimiento																
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,3	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	30,5	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 III	11,0	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	52,4	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
IV	9,5	2,3	23,7	0,4	0,9	13,8	16,0	17,9	16,3	14,6	16,9	13,1	13,2	1,9	13,6	70,1
2008 I	7,0	-0,4	-22,3	5,5	1,2	-	11,6	13,3	-1,1	10,4	-	21,2	26,8	8,9	0,5	-

4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
						Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
				AAPP	AAPP			AAPP	AAPP				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5	
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6	
2007 III	6.707,8	3.300,5	783,1	2.519,1	3.039,9	1.047,5	1.992,4	1.285,9	367,4	148,7	218,8	193,8	
IV	6.705,1	3.232,0	743,7	2.494,0	3.129,7	1.061,4	2.067,2	1.303,7	343,4	180,1	164,6	147,0	
Operaciones													
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1	
2007	676,4	212,0	55,4	156,4	407,1	178,8	226,7	135,3	57,3	52,3	5,7	13,8	
2007 III	99,0	33,3	21,7	11,8	50,1	28,4	21,7	24,8	15,6	4,1	11,5	12,4	
IV	50,4	-6,8	-37,5	30,9	78,9	20,5	56,8	28,5	-21,7	26,3	-47,3	-43,5	
2008 I	114,1	59,0	72,9	-13,9	39,0	23,0	16,0	-	16,1	-2,9	19,0	-	
2007 Nov	53,0	-3,2	-	-	55,7	-	-	-	0,5	-	-	-	
Dic	-32,2	-10,0	-	-	-3,2	-	-	-	-19,0	-	-	-	
2008 Ene	64,2	36,5	-	-	24,9	-	-	-	2,8	-	-	-	
Feb	47,4	28,0	-	-	18,7	-	-	-	0,7	-	-	-	
Mar	2,5	-5,5	-	-	-4,7	-	-	-	12,6	-	-	-	
Tasas de crecimiento													
2005	12,8	13,0	-	-	11,2	-	-	-	23,6	-	-	-	
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5	
2007 III	15,6	10,6	17,4	8,6	20,3	31,9	15,3	13,3	24,4	39,8	16,0	23,6	
IV	11,3	7,1	8,2	6,8	15,0	21,3	12,1	11,0	19,2	40,8	3,7	10,2	
2008 I	8,0	5,2	9,7	3,7	10,2	14,1	8,3	-	15,8	31,7	5,4	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.778,7	6,8	6,5	0,4	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.402,3	10,2	9,8	0,4	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 III	5.134,3	20,5	20,2	0,3	3.359,1	3.291,7	67,4	108,5	13,6	48,2	13,3	1.646,3	195,9	1.317,0	446,7
IV	5.156,3	22,3	22,0	0,3	3.355,2	3.283,4	71,8	108,1	13,4	48,3	13,2	1.670,7	195,5	1.345,2	422,8
Operaciones															
2006	717,6	3,3	3,2	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007	867,7	10,8	10,8	0,0	560,7	549,3	11,4	-5,9	-0,3	-7,2	-2,0	302,0	10,5	278,2	16,3
2007 III	209,9	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	150,4	3,1	147,1	5,1
IV	94,5	0,7	0,7	0,0	57,5	55,8	1,8	2,3	-0,2	1,7	-0,1	33,9	3,6	31,4	-21,2
2008 I	275,5	5,2	-	-	211,4	-	-	-4,0	-	-	-0,9	62,9	-	-	14,9
2007 Nov	69,4	-1,5	-	-	55,4	-	-	3,4	-	-	4,1	12,1	-	-	-12,4
Dic	-106,2	0,4	-	-	-98,2	-	-	3,3	-	-	0,1	-11,7	-	-	-14,6
2008 Ene	201,4	2,3	-	-	186,2	-	-	-3,6	-	-	-3,8	16,5	-	-	10,6
Feb	80,6	0,6	-	-	61,9	-	-	1,0	-	-	4,1	17,0	-	-	-5,3
Mar	-6,5	2,3	-	-	-36,7	-	-	-1,4	-	-	-1,2	29,4	-	-	9,6
Tasas de crecimiento															
2005	17,7	22,0	22,6	13,6	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	47,7	50,0	9,8	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 III	25,1	125,8	130,2	10,2	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
IV	19,7	107,3	111,2	0,1	19,1	19,1	18,9	-5,1	-2,2	-12,5	-13,3	22,3	5,5	26,9	4,7
2008 I	16,4	73,7	-	-	15,2	-	-	-2,3	-	-	21,2	19,8	-	-	-0,5

6. Otras inversiones: pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 III	5.343,9	114,2	113,9	0,3	3.958,6	3.896,1	62,6	55,3	0,0	49,1	6,1	1.215,7	155,6	938,0	122,1
IV	5.360,1	138,2	137,9	0,2	3.944,2	3.875,3	68,9	54,4	0,0	49,1	5,3	1.223,3	158,7	954,0	110,7
Operaciones															
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007	926,6	40,1	40,1	0,0	640,9	635,7	5,2	2,9	0,0	3,1	-0,1	242,7	11,6	247,7	-16,5
2007 III	314,3	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,4	0,8	3,8	0,0	3,1	0,7	172,6	3,1	174,7	-5,2
IV	89,9	25,0	25,1	-0,1	52,5	52,2	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	14,0	4,4	27,0	-17,3
2008 I	297,7	9,1	-	-	271,9	-	-	0,7	-	-	-	16,0	-	-	-
2007 Nov	79,5	5,2	-	-	61,6	-	-	2,6	-	-	-	10,1	-	-	-
Dic	-92,3	15,8	-	-	-100,7	-	-	-6,2	-	-	-	-1,1	-	-	-
2008 Ene	229,0	6,9	-	-	200,3	-	-	4,0	-	-	-	17,8	-	-	-
Feb	49,9	-12,8	-	-	101,3	-	-	-3,2	-	-	-	-35,5	-	-	-
Mar	18,8	15,0	-	-	-29,7	-	-	-0,2	-	-	-	33,6	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 III	22,8	20,6	20,6	8,4	20,3	20,5	10,5	3,4	17,8	2,1	9,9	33,2	7,4	42,3	5,1
IV	20,2	40,2	40,3	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,8	42,3	6,8	-8,2	24,7	7,8	33,3	-13,1
2008 I	19,5	41,8	-	-	17,6	-	-	5,7	-	-	-	25,1	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 II	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	85,4	24,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 III	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
2007 IV	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 Feb	375,4	226,3	353,285	4,6	3,5	140,9	7,3	26,6	106,6	-	-	-	0,5	0,1	28,1	-27,3
2008 Mar	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	-	-	-	0,9	0,1	36,6	-37,2
2008 Abr	348,7	197,8	352,868	4,3	3,4	143,1	8,0	25,4	109,8	-	-	-	0,0	0,0	44,7	-48,1
Operaciones																
2005	-17,8	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,5	-0,3	-7,0	1,7	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,4	-4,2	-	0,5	-5,2	10,3	-6,1	2,8	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,2	-2,9	-	0,3	-0,8	8,6	2,8	0,7	5,2	0,0	14,3	-9,1	0,0	0,0	-	-
2007 III	4,3	-0,3	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,8	2,1	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,0	-	-
2007 IV	-4,9	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,3	1,5	-5,3	0,5	0,1	3,8	-3,5	0,0	0,0	-	-
2008 I	5,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																
2004	-4,1	-0,9	-	-10,3	-17,1	-4,6	30,2	-9,9	-6,3	-46,6	-22,6	45,1	-56,3	-	-	-
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,5	-3,9	-2,4	-24,0	1,6	2,2	7,2	-7,9	20,0	6,7	-	-
2006	0,4	-2,4	-	11,6	-48,7	7,7	-48,5	12,7	13,3	0,0	29,2	-15,4	-75,3	-8,9	-	-
2007 III	3,9	-1,4	-	10,7	-32,4	12,5	75,0	14,2	9,4	-29,8	19,0	-14,6	-98,8	0,0	-	-
2007 IV	1,6	-1,6	-	6,8	-17,4	6,1	45,3	2,0	4,8	1,1	18,2	-30,3	-96,2	0,0	-	-
2008 I	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
En el exterior	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Otro capital	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
En la zona del euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Otro capital	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
Inversiones de cartera	4.459,0	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,1
Acc. y participaciones	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Valores distintos de acciones	2.444,9	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,0
Bonos y obligaciones	2.067,5	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,5
Instrum. mercado monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
Otras inversiones	-209,3	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	24,1
Activos	4.402,3	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	657,9
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.956,4	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	387,8
Otros sectores	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Pasivos	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
AAPP	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Otros sectores	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
I 2007 a IV 2007	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	94,8	37,9	-2,2	2,4	12,3	25,4	0,0	16,8	0,8	-7,7	10,8	-47,4	24,5	-0,2	59,3
En el exterior	401,8	134,1	0,3	2,9	100,2	30,7	0,0	20,6	1,2	0,7	29,6	69,5	70,3	-0,1	78,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	310,1	97,1	-0,5	1,0	70,9	25,7	0,0	13,0	-0,8	2,5	16,7	54,2	59,8	0,0	67,6
Otro capital	91,7	37,0	0,7	2,0	29,3	5,0	0,0	7,6	1,9	-1,8	12,9	15,4	10,5	-0,1	8,3
En la zona del euro	307,0	96,2	2,5	0,5	87,8	5,3	0,0	3,8	0,4	8,4	18,8	117,0	45,8	0,1	16,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	210,3	81,0	2,4	2,3	75,8	0,5	0,0	-0,6	0,4	8,5	8,9	76,8	24,8	0,0	10,5
Otro capital	96,7	15,2	0,1	-1,7	12,0	4,8	0,0	4,4	0,0	-0,1	9,9	40,2	21,1	0,1	6,1
Inversiones de cartera: activos	422,5	98,5	5,2	15,7	67,8	4,6	5,2	8,6	-6,3	-12,2	-5,6	171,7	61,4	-2,1	108,6
Acc. y participaciones	46,7	-15,8	1,4	1,0	-16,1	-2,3	0,1	-1,3	-7,0	-9,6	-7,1	23,5	32,1	0,0	31,9
Valores distintos de acciones	375,7	114,3	3,8	14,7	83,8	6,9	5,1	9,9	0,7	-2,6	1,4	148,2	29,3	-2,1	76,7
Bonos y obligaciones	326,6	87,9	3,7	11,5	61,5	6,8	4,5	7,9	0,4	4,0	2,4	122,8	21,1	-2,3	82,5
Instrum. mercado monetario	49,2	26,4	0,1	3,2	22,4	0,1	0,6	2,0	0,3	-6,6	-0,9	25,4	8,2	0,2	-5,8
Otras inversiones	-58,9	-11,7	35,2	-6,7	-70,2	42,4	-12,4	0,6	6,6	-28,4	-64,5	-115,3	51,8	10,0	92,0
Activos	867,7	320,5	15,8	1,4	247,9	51,8	3,5	2,9	5,6	-2,6	-33,2	290,7	124,6	12,0	147,2
AAPP	-5,9	-4,5	-1,4	0,0	-3,9	-0,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	-2,5
IFM	571,6	237,6	17,1	4,2	163,6	52,8	0,0	-0,2	2,3	8,6	-32,8	118,6	107,5	10,8	119,2
Otros sectores	302,0	87,4	0,2	-2,8	88,2	-0,7	2,5	3,1	3,3	-11,2	-0,4	172,1	17,2	0,0	30,5
Pasivos	926,6	332,2	-19,4	8,1	318,1	9,4	15,9	2,3	-1,0	25,8	31,3	406,0	72,8	2,0	55,2
AAPP	2,9	3,1	-0,3	0,1	-2,4	0,0	5,7	0,0	0,0	-0,2	0,8	0,2	0,1	-0,8	-0,3
IFM	681,0	315,1	-19,1	6,1	317,4	5,0	5,8	1,7	-1,9	26,4	15,5	221,1	62,7	2,8	37,5
Otros sectores	242,7	13,9	0,0	2,0	3,1	4,4	4,4	0,6	0,8	-0,5	15,1	184,8	10,0	0,1	17,9

Fuente: BCE.

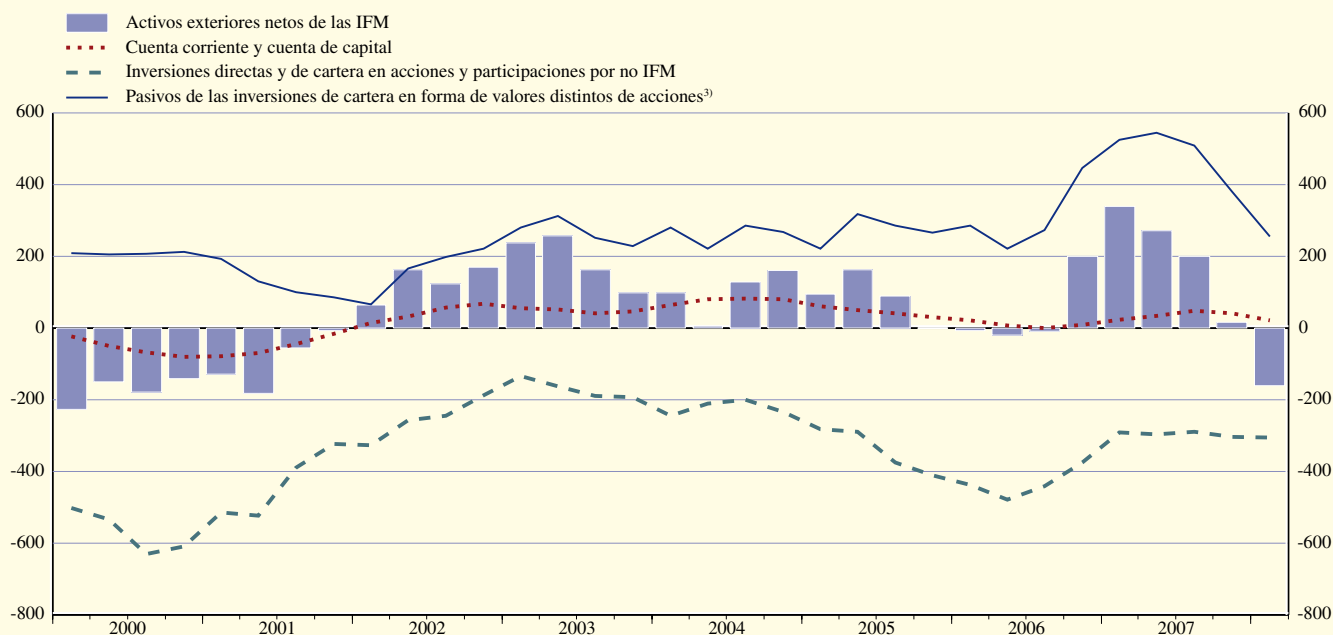
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,4
2007	41,4	-377,0	305,8	-205,5	166,2	380,3	-296,2	245,7	-110,2	-136,3	14,4	15,6
2007 I	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	101,0
II	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-8,9
III	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,0	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,3	-69,2
IV	18,0	-86,1	96,0	-42,7	-16,0	32,8	-36,3	11,9	-48,3	61,4	-9,5	-7,4
2008 I	-12,3	-87,0	34,5	-0,9	19,3	41,0	-58,9	16,6	-3,7	-2,0	-53,1	-76,1
2007 Mar	10,6	-22,6	28,8	-12,8	18,1	65,8	-12,2	-20,2	-3,8	17,0	68,7	84,7
Abr	-2,0	-23,2	20,7	-20,2	-11,9	41,2	-8,7	23,1	-9,5	-50,6	-41,1	-38,4
May	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,5	-9,6	-17,1
Jun	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,7	48,7	46,6
Jul	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	5,6
Ago	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-48,9	-51,2
Sep	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	4,8	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,3	-23,5
Oct	6,2	-36,8	55,3	-22,3	-17,8	2,4	-29,3	6,5	-6,0	44,6	3,0	11,7
Nov	5,1	-26,4	37,0	-9,6	0,6	62,0	-15,5	12,8	-31,4	-1,0	33,7	28,2
Dic	6,7	-22,9	3,6	-10,9	1,1	-31,5	8,4	-7,5	-11,0	17,8	-46,2	-47,3
2008 Ene	-15,6	-38,8	15,2	22,8	3,0	15,4	-12,9	21,8	-13,0	-11,7	-13,8	-21,5
Feb	10,4	-29,9	13,0	-4,3	20,3	18,0	-18,1	-38,7	1,8	14,5	-13,0	-13,8
Mar	-7,1	-18,3	6,4	-19,3	-4,0	7,6	-27,9	33,5	7,4	-4,8	-26,4	-40,9
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 Mar	20,5	-373,8	260,3	-153,9	94,1	255,9	-284,1	251,8	-98,7	-102,1	-129,9	-161,6

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	9,3	1.142,4	543,5	246,4	313,6	995,0	1.075,8	604,6	184,3	256,8	771,2	130,0
2005	7,8	13,4	1.236,8	589,4	269,0	333,9	1.068,7	1.227,4	705,6	208,2	277,1	846,6	187,0
2006	11,6	13,7	1.383,4	669,5	292,5	371,5	1.182,8	1.397,1	833,5	213,2	308,1	943,3	224,5
2007	8,3	5,6	1.497,9	722,0	315,8	395,6	1.275,3	1.473,4	884,1	208,6	325,0	1.009,5	222,0
2006 IV	12,3	7,6	362,8	176,5	76,0	97,0	312,1	356,5	212,4	52,8	79,3	246,4	51,8
2007 I	9,0	5,2	367,3	177,0	77,8	97,1	311,9	358,6	213,0	53,1	80,1	250,8	47,5
II	9,4	3,6	370,2	178,2	78,3	97,9	317,2	360,4	217,7	50,4	79,7	249,0	52,5
III	10,1	6,4	380,6	183,8	79,7	100,6	325,7	375,3	223,7	53,2	83,1	259,2	57,5
IV	5,0	7,1	379,8	183,0	80,0	100,0	320,6	379,1	229,8	52,0	82,1	250,4	64,5
2008 I	6,8	9,8	394,3	.	.	.	328,9	396,4	.	.	.	254,5	.
2007 Oct	10,6	9,1	128,2	62,2	27,0	33,8	108,4	126,9	75,4	17,9	27,8	84,6	20,2
Nov	4,7	7,1	127,8	61,3	27,2	33,5	108,6	126,6	76,8	17,4	27,5	83,7	21,6
Dic	-0,7	4,9	123,8	59,5	25,7	32,7	103,6	125,6	77,6	16,7	26,7	82,1	22,8
2008 Ene	10,3	12,6	132,2	63,2	27,6	34,7	110,4	133,5	80,8	18,3	27,8	86,0	24,5
Feb	12,1	10,0	133,0	63,7	27,8	34,4	111,9	131,5	78,4	17,8	26,9	85,6	21,0
Mar	-1,0	6,9	129,1	.	.	.	106,6	131,5	.	.	.	82,9	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	9,0	6,4	117,4	114,9	120,2	118,6	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,6	129,8	123,7	124,6	114,1	107,5	123,6	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,4	130,3	138,4	133,5	134,4	121,0	114,7	126,5	132,9	126,0	110,0
2007	5,9	4,1	141,3	136,0	147,2	140,2	142,0	125,8	118,1	127,1	138,9	133,6	107,0
2006 IV	9,5	5,9	139,3	136,4	143,4	139,3	140,7	125,1	118,9	127,2	136,6	131,0	111,4
2007 I	7,2	6,3	139,8	134,6	145,6	137,8	139,4	126,0	119,4	128,1	137,5	132,7	107,9
II	6,5	3,4	139,4	133,8	145,5	139,0	140,7	124,4	118,1	123,6	137,8	132,0	105,8
III	7,4	5,3	143,1	138,0	148,5	142,2	144,7	126,7	117,7	129,8	140,4	136,4	106,5
IV	2,9	1,4	142,9	137,6	149,3	141,9	143,2	125,9	117,2	126,8	139,8	133,3	107,8
2008 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Oct	8,2	4,4	144,9	140,1	151,9	143,7	145,1	128,1	117,6	131,1	142,6	135,0	107,9
Nov	2,7	0,9	144,3	138,1	152,9	142,7	145,8	125,7	116,9	126,7	140,8	133,5	105,6
Dic	-2,6	-1,3	139,6	134,6	143,1	139,2	138,8	123,9	117,1	122,4	135,9	131,5	109,9
2008 Ene	7,1	2,0	147,3	140,0	152,2	146,9	147,2	128,0	118,7	132,5	139,0	135,3	116,6
Feb	8,9	-0,3	147,6	140,5	153,8	144,1	148,4	125,7	114,4	128,3	135,4	134,5	99,5
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índice de valor unitario (s.d.; 2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,3	1,4	106,3	108,4	100,2	108,0	104,1	114,6	126,8	89,5	106,1	102,9	169,2
2006 IV	2,6	1,5	104,5	105,8	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,5
2007 I	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,8	107,9	103,8	111,4	120,9	90,3	105,6	103,0	143,5
II	2,8	0,2	106,6	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	88,9	104,9	102,8	162,1
III	2,5	1,0	106,7	108,8	100,3	108,3	104,4	115,9	128,7	89,3	107,3	103,5	176,2
IV	2,0	5,7	106,6	108,7	100,1	107,9	103,8	117,8	132,8	89,4	106,4	102,3	195,2
2008 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Oct	2,2	4,6	106,5	108,8	99,7	108,1	103,9	116,3	130,3	89,3	106,1	102,4	183,1
Nov	2,0	6,1	106,6	108,8	99,7	107,8	103,6	118,2	133,5	89,6	106,3	102,5	200,0
Dic	1,9	6,4	106,8	108,4	100,8	107,8	103,8	118,9	134,6	89,4	106,9	102,1	202,6
2008 Ene	3,1	10,4	108,0	110,7	101,7	108,6	104,3	122,4	138,4	90,1	108,7	103,8	205,5
Feb	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,9	122,7	139,3	90,7	108,1	104,1	206,3
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2004	1.142,4	25,8	42,1	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	98,1
2005	1.236,8	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	107,1
2006	1.383,4	31,7	49,9	216,8	189,9	55,2	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,4
2007	1.497,9	33,8	55,3	228,8	219,8	67,0	81,8	40,9	194,8	296,0	60,1	34,2	87,1	61,3	131,2
2006 IV	362,8	8,2	13,2	54,8	51,3	15,7	20,8	9,7	51,2	71,9	14,8	8,7	20,1	14,2	31,7
2007 I	367,3	8,3	13,5	56,6	52,3	15,7	20,5	10,2	49,8	72,2	14,3	8,7	21,4	14,8	32,1
II	370,2	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,1	9,9	48,6	73,2	14,9	8,9	21,4	15,4	32,9
III	380,6	8,5	14,2	58,7	56,3	17,2	20,6	10,3	49,4	74,9	15,3	8,5	22,2	15,6	32,6
IV	379,8	8,5	13,7	57,5	57,4	17,5	20,7	10,4	47,0	75,7	15,6	8,2	22,2	15,6	33,7
2008 I	394,3	.	.	.	.	19,2	20,6	11,6	48,6	77,9	16,7	8,4	23,4	16,0	.
2007 Oct	128,2	2,8	4,7	19,4	19,2	5,8	6,9	3,4	16,2	25,1	5,3	2,7	7,3	5,3	12,0
Nov	127,8	2,9	4,6	19,2	19,2	5,9	7,0	3,6	15,9	25,2	5,1	2,7	7,3	5,2	12,0
Dic	123,8	2,8	4,5	18,9	19,0	5,8	6,8	3,4	15,0	25,4	5,2	2,8	7,5	5,0	9,7
2008 Ene	132,2	3,0	4,6	19,9	20,3	6,2	6,9	4,0	16,5	26,1	5,8	2,9	7,7	5,3	11,6
Feb	133,0	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,6	26,2	5,5	2,9	7,9	5,4	12,4
Mar	129,1	.	.	.	.	6,5	6,8	3,7	15,5	25,7	5,5	2,7	7,8	5,3	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	2,3	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,8	4,0	2,3	5,8	4,1	8,8
Importaciones (c.i.f.)															
2004	1.075,8	25,4	39,8	144,9	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,2
2005	1.227,4	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,6	118,2	53,2	96,0	53,8	84,2
2006	1.397,1	28,5	47,7	167,2	152,2	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,1
2007	1.473,4	28,1	51,7	167,6	174,4	97,3	67,1	32,2	130,8	444,8	170,0	58,3	112,6	74,5	92,3
2006 IV	356,5	7,1	12,6	40,9	41,0	22,1	16,0	7,6	32,6	108,2	39,8	14,4	27,7	17,4	23,3
2007 I	358,6	7,0	12,9	40,7	41,4	22,6	16,9	7,9	33,5	110,7	42,4	14,9	26,4	18,1	20,6
II	360,4	7,1	12,7	41,5	42,5	23,8	16,5	7,9	32,0	107,4	42,4	14,3	27,0	18,4	23,5
III	375,3	7,3	12,8	42,8	44,9	23,6	17,2	8,1	33,3	114,5	44,6	14,8	28,1	18,8	23,9
IV	379,1	6,7	13,3	42,6	45,7	27,3	16,5	8,3	32,0	112,2	43,2	14,3	31,1	19,2	24,3
2008 I	396,4	.	.	.	.	27,6	16,9	8,4	33,8	115,9	43,3	14,6	33,8	19,1	.
2007 Oct	126,9	2,3	4,4	14,3	15,4	9,0	5,6	2,7	10,7	37,7	14,8	4,9	9,5	6,4	9,0
Nov	126,6	2,3	4,5	14,2	15,4	9,2	5,5	2,8	10,9	37,0	14,3	4,6	10,1	6,5	8,4
Dic	125,6	2,2	4,5	14,1	14,9	9,2	5,4	2,8	10,4	37,5	14,1	4,7	11,4	6,3	6,9
2008 Ene	133,5	2,3	4,6	14,9	15,9	9,5	5,5	2,8	11,5	39,5	14,9	4,8	11,5	6,5	9,0
Feb	131,5	2,6	4,7	14,6	16,0	9,0	5,8	2,7	11,0	38,1	14,5	4,9	11,1	6,3	9,5
Mar	131,5	.	.	.	.	9,2	5,6	2,8	11,3	38,3	13,9	4,8	11,2	6,4	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,3
Saldo															
2004	66,6	0,4	2,3	59,7	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,6	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	21,9
2005	9,4	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,6	12,7	9,2	65,1	-119,5	-74,9	-19,1	-22,6	-6,9	22,9
2006	-13,7	3,2	2,2	49,7	37,7	-40,4	15,0	9,4	74,0	-146,9	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	27,3
2007	24,5	5,7	3,6	61,2	45,3	-30,3	14,7	8,7	64,0	-148,8	-109,9	-24,0	-25,5	-13,2	39,0
2006 IV	6,2	1,1	0,6	13,9	10,4	-6,4	4,8	2,1	18,6	-36,2	-25,0	-5,6	-7,7	-3,2	8,3
2007 I	8,7	1,3	0,6	15,9	10,9	-7,0	3,6	2,3	16,3	-38,5	-28,1	-6,2	-5,1	-3,3	11,5
II	9,8	1,4	1,2	14,5	11,2	-7,1	3,6	2,0	16,6	-34,3	-25,0	-5,4	-5,6	-3,1	9,4
III	5,3	1,2	1,4	15,9	11,5	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,5	-29,2	-6,3	-6,0	-3,2	8,7
IV	0,7	1,8	0,4	14,9	11,7	-9,8	4,2	2,2	15,0	-36,5	-27,6	-6,1	-8,9	-3,6	9,4
2008 I	-2,1	.	.	.	.	-8,4	3,8	3,3	14,9	-38,0	-26,6	-6,1	-10,4	-3,1	.
2007 Oct	1,3	0,5	0,3	5,1	3,9	-3,2	1,3	0,7	5,4	-12,5	-9,5	-2,2	-2,2	-1,1	3,0
Nov	1,2	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	5,0	-11,8	-9,2	-1,9	-2,8	-1,2	3,6
Dic	-1,7	0,7	0,0	4,8	4,1	-3,3	1,4	0,7	4,5	-12,2	-8,8	-2,0	-3,9	-1,3	2,8
2008 Ene	-1,3	0,7	0,0	5,0	4,3	-3,2	1,4	1,1	5,0	-13,4	-9,1	-2,0	-3,8	-1,1	2,7
Feb	1,6	0,4	0,0	4,6	4,4	-2,5	1,1	1,2	5,6	-12,0	-9,0	-2,1	-3,3	-0,9	2,9
Mar	-2,4	.	.	.	.	-2,7	1,3	0,9	4,3	-12,6	-8,5	-2,1	-3,4	-1,1	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

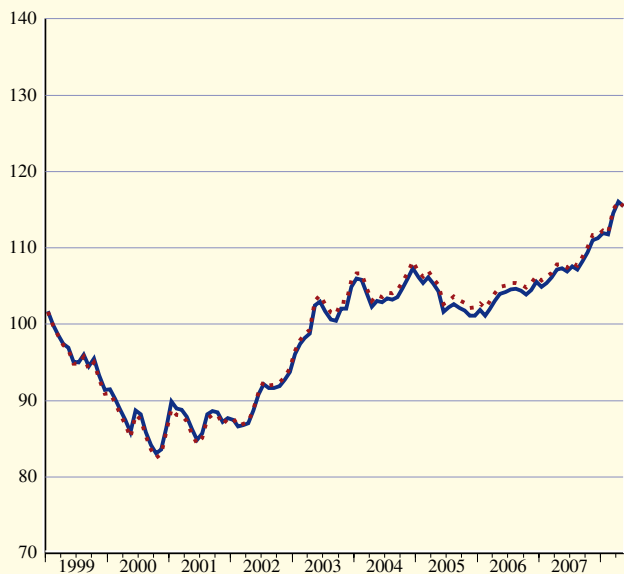
(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,6	101,8	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	99,4	101,3	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	105,7	102,1	104,5	114,2	106,6
2007 I	105,5	106,2	104,9	103,7	99,8	102,2	112,1	104,9
II	107,1	107,7	106,1	105,2	102,4	104,3	113,5	106,0
III	107,6	108,2	106,8	105,6	101,7	104,4	114,1	106,4
IV	110,5	111,2	109,6	108,2	104,6	107,0	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,1	111,3	-	-	-	119,4	110,8
2007 May	107,3	107,9	106,2	-	-	-	113,6	106,1
Jun	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
Jul	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
Ago	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,9	107,5	-	-	-	114,8	107,0
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	107,9
Nov	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,6
Dic	111,2	111,7	110,1	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,3	110,5	-	-	-	118,3	109,9
Feb	111,8	112,0	110,5	-	-	-	118,2	109,5
Mar	114,6	115,0	112,9	-	-	-	121,5	112,9
Abr	116,0	116,1	114,2	-	-	-	123,1	113,9
May	115,5	115,4	113,5	-	-	-	122,4	113,1
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 May	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 May	7,6	7,0	6,8	-	-	-	7,7	6,6

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

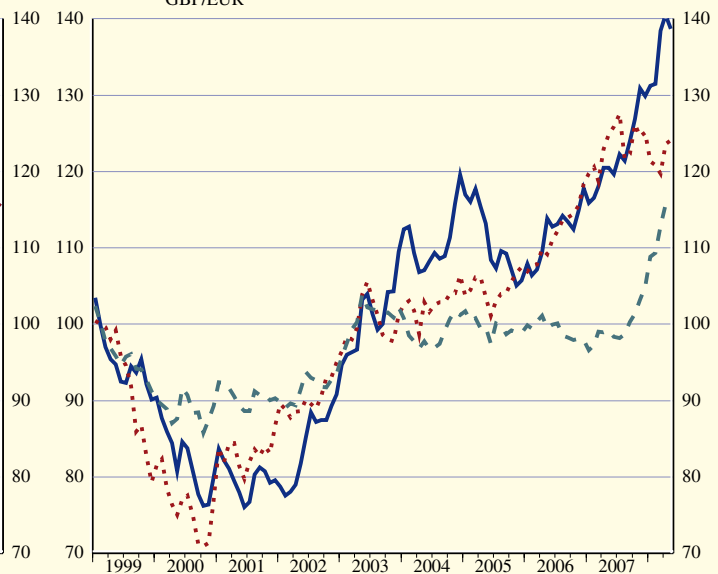
— TCE-22 nominal
 TCE-22 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 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 IV	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
2007 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
2007 Dic	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1.356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
2008 Ene	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1.387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
2008 Feb	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
2008 Mar	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
2008 Abr	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
2008 May	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
	% variación sobre mes anterior											
2008 May	0,0	-0,6	-0,3	-1,2	0,5	1,8	3,7	-1,1	-1,1	-2,7	-1,2	-3,3
	% variación sobre año anterior											
2008 May	0,1	1,1	16,3	15,1	-0,6	-1,6	28,7	14,9	3,3	5,0	-3,4	0,0
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 III	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	7,3080	1,7685	
2007 IV	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
2007 Nov	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
2007 Dic	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	7,3178	1,7195	
2008 Ene	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322	
2008 Feb	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
2008 Mar	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309	
2008 Abr	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500	
2008 May	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408	
	% variación sobre mes anterior											
2008 May	0,1	0,0	0,2	0,0	-2,4	-1,1	-2,8	0,0	0,4	-0,2	-5,3	
	% variación sobre año anterior											
2008 May	-11,1	0,0	0,3	0,0	-0,3	-10,0	-6,7	0,0	11,4	-1,0	7,6	
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ^{b)}	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12,072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11,512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12,528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 III	2,6333	10,3834	86,71	12,705,62	4,7608	15,0578	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	
2007 IV	2,5863	10,7699	88,69	13,374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13,861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
2007 Nov	2,5920	10,8957	89,34	13,608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
2007 Dic	2,6050	10,7404	90,82	13,620,45	4,8576	15,8096	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	
2008 Ene	2,6111	10,6568	94,50	13,839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758	
2008 Feb	2,5516	10,5682	98,06	13,542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
2008 Mar	2,6445	10,9833	112,08	14,241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848	
2008 Abr	2,6602	11,0237	116,65	14,497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752	
2008 May	2,5824	10,8462	117,46	14,436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942	
	% variación sobre mes anterior											
2008 May	-2,9	-1,6	0,7	-0,4	0,5	-1,9	0,3	1,7	-0,4	-3,3	0,4	
	% variación sobre año anterior											
2008 May	-1,9	4,6	38,0	21,0	9,0	11,1	8,5	6,0	5,7	25,1	12,2	

Fuente: BCE.

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 III	9,0	2,7	1,0	6,7	10,4	5,9	7,3	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
IV	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 I	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
2007 Dic	11,6	5,5	2,4	9,7	14,0	8,2	7,4	4,2	6,7	2,5	2,5	2,1
2008 Ene	11,7	7,9	3,0	11,3	15,6	10,0	7,4	4,4	7,3	3,2	3,0	2,2
Feb	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
Mar	13,2	7,1	3,3	11,2	16,6	11,4	6,7	4,4	8,7	3,6	3,2	2,5
Abr	13,4	6,7	3,4	11,6	17,4	11,9	6,8	4,3	8,7	3,7	3,2	3,0
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2007 Nov	4,94	4,55	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,96	4,59	4,22	4,74
Dic	5,08	4,68	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	7,05	4,61	4,31	4,70
2008 Ene	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	7,15	4,48	4,09	4,26
Feb	5,24	4,53	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	7,29	4,36	4,02	4,45
Mar	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
Abr	4,80	4,72	4,29	-	5,93	4,59	8,02	5,99	7,35	4,46	4,06	4,62
tipos de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2007 Nov	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
Dic	6,56	4,05	4,92	7,23	10,78	7,07	7,63	5,67	7,93	4,31	4,74	6,36
2008 Ene	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
Feb	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
Mar	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
Abr	6,77	4,11	5,00	6,33	5,96	5,05	8,54	6,29	11,59	4,28	4,86	5,92
PIB real												
2006	6,3	6,4	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,5	1,8	7,1	10,3	8,8	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,0
2007 III	4,9	6,4	1,6	6,4	10,9	10,4	1,0	6,3	5,7	9,4	2,6	3,1
IV	6,9	6,6	1,9	4,8	8,1	8,5	0,5	6,7	6,6	14,3	2,6	2,8
2008 I	.	.	.	.	.	6,7	0,7	6,4	8,2	8,7	2,3	2,5
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,9	2,7	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-15,8	-20,9	-11,9	-3,9	-2,6	-13,5	-4,7	8,3	-4,0
2007 III	-11,8	-4,4	2,5	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-5,6
IV	-25,1	-2,1	0,9	-11,0	-13,2	-10,2	-2,5	-1,8	-13,5	-6,8	9,6	-1,4
2008 I	.	.	.	.	.	-11,1	.	-3,1	-14,1	0,4	12,1	.
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	-1,0	.	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	.	3,7	18,9	24,9	7,0	6,8	.	.	0,2	4,3	1,4
2007 III	16,7	2,3	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,6	2,0
IV	14,5	1,5	3,1	19,1	-	9,1	-	-	-	-1,6	5,3	2,2
2008 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,5	.	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,5	13,8	7,3	13,4	7,0	5,3
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,2
2007 III	6,7	5,1	3,9	4,4	6,0	4,1	7,3	9,2	6,3	11,1	5,9	5,2
IV	6,0	4,8	3,4	4,2	5,4	4,3	7,8	8,6	6,2	10,5	5,9	5,0
2008 I	6,0	4,6	3,1	4,2	5,3	4,6	7,6	8,1	.	10,0	5,6	.
2007 Dic	5,9	4,7	3,3	4,2	5,3	4,4	7,8	8,3	6,2	10,3	5,8	5,0
2008 Ene	6,1	4,7	3,2	4,1	5,3	4,6	7,6	8,4	.	10,2	5,7	5,0
Feb	6,0	4,6	3,1	4,3	5,3	4,6	7,6	8,1	.	10,0	5,6	5,0
Mar	5,9	4,5	3,0	4,2	5,2	4,6	7,6	7,8	.	9,9	5,6	.
Abr	5,5	4,4	2,7	4,1	5,1	4,4	7,6	7,7	.	10,0	5,4	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

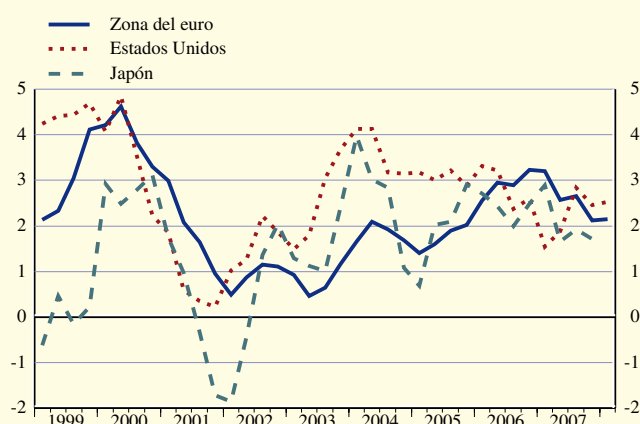
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ (cupón cero) ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	-0,2	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,6	3,1	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	1,7	2,9	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	1,9	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 I	2,4	2,8	1,5	0,9	4,5	5,4	5,36	5,27	1,3106	-3,0	49,5
II	2,7	2,9	1,9	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	2,3	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
IV	4,0	-0,4	2,5	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 I	4,1	-1,3	2,5	1,9	4,9	6,4	3,26	4,24	1,4976	.	.
2008 Ene	4,3	-	-	2,7	4,9	5,6	3,92	4,37	1,4718	-	-
Feb	4,0	-	-	1,9	4,8	6,7	3,09	4,47	1,4748	-	-
Mar	4,0	-	-	1,1	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
Abr	3,9	-	-	-0,1	5,0	6,5	2,79	4,59	1,5751	-	-
May	.	-	-	.	.	.	2,69	4,82	1,5557	-	-
Japón											
2004	0,0	-4,9	2,7	4,8	4,7	1,9	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,5	4,1	1,1	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	.	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	3,2	3,0	4,0	1,0	0,62	1,85	156,43	.	.
II	-0,1	.	1,8	2,3	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
III	-0,1	.	1,9	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
IV	0,5	.	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	.	1,1	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2008 Ene	0,7	.	-	2,9	3,8	2,1	0,89	1,63	158,68	-	-
Feb	1,0	.	-	5,1	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
Mar	1,2	.	-	-0,6	3,8	2,3	0,97	1,48	156,59	-	-
Abr	0,8	.	-	1,8	4,0	1,8	0,92	1,76	161,56	-	-
May	.	.	-	.	.	.	0,92	2,00	162,31	-	-

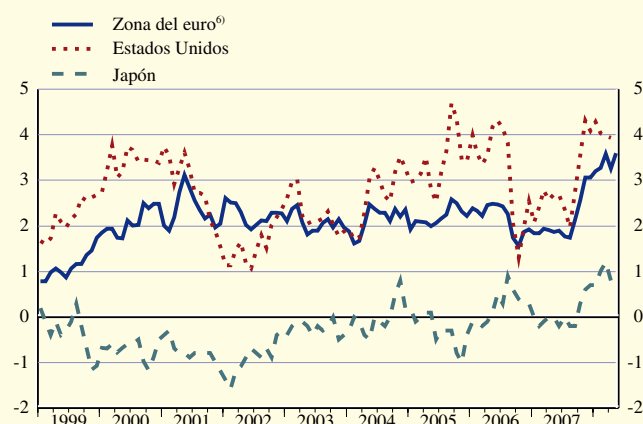
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y posiciones trimestrales (L_t), de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 4 de junio de 2008.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al

Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia y a partir del 2008 los datos se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de

cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Euro-sistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figu-

ran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la

cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de

cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-15 (es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse pe-

riódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección

4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación

de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta

diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de periodo estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el

gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁶, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁷. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n.º 1051.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁸, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

⁸ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

⁹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

¹⁰ DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

¹¹ DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como por ejemplo préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de valor unitario se presentan sin ajustes, mientras que los datos de comercio en términos nominales y en términos reales son desestacionalizados y ajustados por días laborales. El detalle por productos que figura en las

columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en el registro de importaciones.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-22 está integrado por los 12 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro,

más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-22, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

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



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre marzo y mayo del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.



«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.
- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.

- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», por P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», por M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganeli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation», por L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», por T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.

- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», por G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 6, junio 2007.

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 877 «What are the effects of fiscal policy shocks? A VAR-based comparative analysis», por D. Caldara y C. Kamps, marzo 2008.
- 878 «Nominal and real interest rates during an optimal disinflation in New Keynesian models», por M. Hagedorn, marzo 2008.
- 879 «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», por L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, marzo 2008.
- 880 «On policy interactions among nations: when do cooperation and commitment matter?», por H. Kempf y L. von Thadden, marzo 2008.
- 881 «Imperfect predictability and mutual fund dynamics: how managers use predictors in changing systematic risk», por G. Amisano y R. Savona, marzo 2008.
- 882 «Forecasting world trade: direct versus “bottom-up” approaches», por M. Burgert y S. Dees, marzo 2008.
- 883 «Assessing the benefits of international portfolio diversification in bonds and stocks», por R. A. De Santis y L. Sarno, marzo 2008.
- 884 «A quantitative perspective on optimal monetary policy cooperation between the United States and the euro area», por S. Adjemian, M. Darracq Pariès y F. Smets, marzo 2008.
- 885 «Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area», por M. van Leuvensteijn, C. Kok Sørensen, J. A. Bikker y A. A. R. J. M. van Rixtel, marzo 2008.
- 886 «International evidence on sticky consumption growth», por C. D. Carroll, J. Slacalek y M. Sommer, marzo 2008.
- 887 «Labour supply after transition: evidence from the Czech Republic», por A. Bičáková, J. Slacalek y M. Slavík, marzo 2008.
- 888 «House prices, money, credit and the macroeconomy», por C. Goodhart y B. Hofmann, abril 2008.
- 889 «Credit and the natural rate of interest», por F. De Fiore y O. Tristani, abril 2008.
- 890 «Globalisation, domestic inflation and global output gaps: evidence from the euro area», por A. Calza, abril 2008.
- 891 «House prices and the stance of monetary policy», por M. Jarociński y F. Smets, abril 2008.
- 892 «Identification of New Keynesian Phillips curves from a global perspective», por S. Déés, M. H. Pesaran, L. V. Smith y R. P. Smith, abril 2008.
- 893 «Sticky wages: evidence from quarterly microeconomic data», por T. Heckel, H. Le Bihan y M. Montornès, mayo 2008.
- 894 «The role of country-specific trade and survey data in forecasting euro area manufacturing production: perspective from large-panel factor models», por M. Darracq Pariès y L. Maurin, mayo 2008.
- 895 «On the empirical evidence of the intertemporal current account model for the euro area countries», por M. Ca’Zorzi y M. Rubaszek, mayo 2008.
- 896 «The Maastricht convergence criteria and optimal monetary policy for the EMU accession countries», por A. Lipińska, mayo 2008.

- 897 «DSGE modelling when agents are imperfectly informed», por P. De Grauwe, mayo 2008.
- 898 «Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence», por A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan y D.-J. Jansen, mayo 2008.
- 899 «Robust monetary rules under unstructured and structured model uncertainty», por P. Levine y J. Pearlman, mayo 2008.
- 900 «Forecasting inflation and tracking monetary policy in the euro area: does national information help?», por R. Cristadoro, F. Venditti y G. Saporito, mayo 2008.
- 901 «The usefulness of infra-annual government cash budgetary data for fiscal forecasting in the euro area», por L. Onorante, D. J. Pedregal, J. J. Pérez y S. Signorini, mayo 2008.
- 902 «Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs», por G. Coenen, M. Mohr y R. Straub, mayo 2008.
- 903 «A robust criterion for determining the number of static factors in approximate factor models», por L. Alessi, M. Barigozzi y M. Capasso, mayo 2008.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.
- «Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.
- «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.
- «Financial integration in Europe», marzo 2007.
- «TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
- «Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
- «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 (sólo en Internet).
- «Review of the international role of the euro», junio 2007.
- «Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.

«Financial Stability Review», junio 2007.

«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (sólo en Internet).

«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (sólo en Internet).

«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.

«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.

«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.

«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.

«EU banking structures», octubre 2007 (sólo en Internet).

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

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

«EU banking sector stability», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Financial Stability Review», diciembre 2007.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).

«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).

«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).

«Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.

«Financial Stability Review», junio 2008.

FOLLETOS INFORMATIVOS

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

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.ª edición, mayo 2008.



GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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