



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL JULIO

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

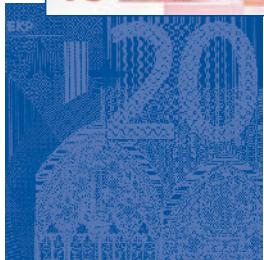
12 | 2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



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

BOLETÍN MENSUAL JULIO 2008

*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 2 de julio de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	ANEXOS	
Entorno exterior de la zona del euro	9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Evolución monetaria y financiera	15	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	V
Precios y costes	38	Glosario	XIII
Producto, demanda y mercado de trabajo	50		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	62		

Recuadros

1 Los préstamos de las IFM como fuente de financiación de los hogares: Comparación entre la zona del euro, el Reino Unido y Estados Unidos	20
2 Evolución reciente del coste del capital para las empresas de la zona del euro	35
3 Evolución reciente de los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo	39
4 Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro	47
5 Evolución reciente del consumo privado e impacto de las subidas de precios	52
6 Oferta de trabajo y empleo en la zona del euro: Evolución y retos	57
7 El reciclaje de la factura del petróleo y su impacto en las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro	76

ARTÍCULOS

Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM	71
El comercio de servicios en la zona del euro: Algunos hechos estilizados clave	87
El eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE	103

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 3 de julio de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos hasta el 4,25%, con efectos a partir del inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas, el 9 de julio de 2008. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se incrementaron, asimismo, en 25 puntos básicos, situándose en el 5,25% y el 3,25%, respectivamente. Estas decisiones comenzarán a aplicarse también desde el inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas, el 9 de julio de 2008.

El Consejo de Gobierno ha adoptado esta decisión con el propósito de prevenir la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados y de contrarrestar el aumento de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. Las tasas de inflación medidas por el IAPC han seguido incrementándose de forma significativa desde el otoño del año pasado y se espera que permanezcan muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios durante un período más prolongado de lo previsto anteriormente. Asimismo, el gran vigor sostenido de la expansión monetaria y crediticia y la ausencia hasta el momento de restricciones significativas en la oferta de préstamos bancarios, en un contexto de continuación de las tensiones en los mercados financieros, confirman la valoración del Consejo de Gobierno de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, aunque los datos más recientes corroboran las previsiones de desaceleración del crecimiento del PIB real a mediados del 2008 tras la excepcional fortaleza registrada en el primer trimestre, los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos. En este contexto y de plena conformidad con el mandato que le ha sido encomendado, el Consejo de Gobierno subraya que su objetivo primordial es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo y que tiene la clara determinación de mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo cual preservará el poder adquisitivo a medio plazo y continuará fomentando el creci-

miento y el empleo sostenibles en la zona del euro. Sobre la base de la actual valoración del Consejo de Gobierno, la orientación de la política monetaria establecida por su decisión del 3 de julio de incrementar los tipos de interés favorecerá la consecución del objetivo de estabilidad de precios del BCE. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro.

Por lo que se refiere al análisis económico, la información publicada desde el 5 de junio de 2008 confirma la anterior previsión del Consejo de Gobierno de que el crecimiento del PIB real mostraría cierta debilidad en el segundo trimestre del 2008, en parte como reacción técnica al fuerte aumento intertrimestral del 0,8% registrado en el primer trimestre. Como ya había destacado anteriormente el Consejo de Gobierno, las tasas trimestrales de crecimiento correspondientes al primer semestre de este año se han visto fuertemente afectadas por factores temporales y de compensación, en especial por los efectos de la climatología sobre el perfil de la actividad constructora. Por lo tanto, para valorar el dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro y evitar que la elevada volatilidad conduzca a una interpretación equivocada de los resultados trimestrales, es necesario evaluar los dos primeros trimestres del 2008 de forma conjunta. Interpretada en esta clave, la información disponible se mantiene, en líneas generales, en consonancia con la previsión del Consejo de Gobierno de continuidad del crecimiento moderado.

De cara al futuro, se espera que tanto la demanda interna como la externa sustenten 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 del vigoroso crecimiento que se viene observando en las economías emergentes y que debería favorecer la demanda externa de la zona del euro. Por lo que se refiere a la evolución interna, 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 debería continuar sustentando la activi-



dad 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 en los años precedentes y las tasas de desempleo han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Sin embargo, no resulta probable que estos factores, que favorecen la renta real disponible y el consumo de los hogares, puedan compensar plenamente la pérdida de poder adquisitivo causada por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre en torno a estas perspectivas de actividad económica sigue siendo elevada —debido especialmente a la gran carestía de las materias primas— y persisten los riesgos a la baja. Estos riesgos tienen origen, en particular, en el efecto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevos aumentos no previstos de los precios de la energía y de los alimentos. Asimismo, siguen existiendo riesgos a la baja relacionados con la posibilidad de que las persistentes tensiones en los mercados financieros afecten más negativamente de lo previsto a la economía real, así como con la inquietud por la aparición de presiones proteccionistas y con 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 muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios desde el pasado otoño, alcanzando el 3,7% en mayo del 2008 y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el 4,0% en junio. Estos preocupantes niveles de inflación se deben en gran medida a los drásticos incrementos de los precios de la energía y de los alimentos registrados durante los últimos meses en todo el mundo.

En cuanto 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 muy por encima del 2% durante algún tiempo y que se modere sólo gradualmente en el 2009. La zona del euro está

atravesando, por tanto, un período prolongado de tasas de inflación interanuales elevadas que, probablemente, resultará más persistente de lo previsto hace unos meses.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, los riesgos para la estabilidad de precios siguen apuntando claramente al alza y se han incrementado adicionalmente en los últimos meses. El más notable de estos riesgos consiste en que puedan producirse nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos. La posibilidad de que el proceso de fijación de precios y salarios intensifique las presiones inflacionistas a través de efectos de segunda vuelta generalizados constituye otro importante motivo de preocupación. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento del proceso de fijación de precios y de las negociaciones salariales en la zona del euro. Asimismo, existen potenciales riesgos al alza relacionados con aumentos no previstos de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

En estas circunstancias, resulta imprescindible garantizar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Es necesario aceptar el ajuste de los precios relativos y la consiguiente transferencia de renta de los países importadores a los países exportadores de materias primas, todo lo cual exige un cambio en el comportamiento de las empresas y los hogares. En consecuencia, en el proceso de fijación de precios y salarios debe evitarse la generalización de efectos de segunda vuelta surgidos como reacción a la subida de los precios de la energía y de los alimentos. Todas las partes, tanto del sector privado como del sector público, deben asumir sus responsabilidades al respecto. En este contexto, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación la existencia de sistemas con mecanismos de indiciación de los salarios nominales a los precios de consumo. Estos mecanismos comportan un riesgo de que impactos alcistas sobre la inflación den lugar a una espiral de precios y salarios, que sería perjudicial para el empleo y para la competitividad de los países afectados. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eviten estos sistemas.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y más largo plazo. El Consejo de Gobierno, en consonancia con su estrategia de política monetaria, considera que el continuo vigor subyacente de la expansión monetaria y crediticia de la zona del euro en los últimos años ha generado riesgos al alza para la estabilidad de precios, que en los trimestres pasados parecen haberse hecho patentes en la tendencia alcista de la inflación. En este contexto, la continuación del dinamismo de la evolución monetaria representa un signo importante de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo a los que el Consejo de Gobierno viene haciendo frente desde finales del 2005 por medio de sus intervenciones, incluida la decisión del 3 de julio de incrementar los tipos de interés oficiales del BCE.

Más concretamente, el crecimiento interanual de M3 ha mantenido su notable fortaleza en los últimos meses, impulsado por el continuado dinamismo del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. Si bien el crecimiento interanual de M3, que se mantiene por encima del 10%, sobrestima el ritmo subyacente de crecimiento monetario, debido al impacto de la curva de rendimientos plana y a otros factores de naturaleza temporal, no obstante, y 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.

La actual estructura de tipos en la curva de rendimientos ha dado lugar tanto a sustituciones dentro del agregado monetario amplio M3 como a desplazamientos hacia M3, que se han reflejado en una acusada reducción del crecimiento interanual de M1 y en un aumento muy rápido de los depósitos a plazo. Al mismo tiempo, la subida de los tipos de interés a corto plazo ha moderado el crecimiento del endeudamiento de los hogares, si bien es cierto que el enfriamiento de los mercados de la vivienda en algunos lugares de la zona del euro también ha contribuido de manera sustancial a dicha moderación. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras ha mantenido su notable fortaleza pese a los incrementos de los tipos de interés a corto plazo. 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 moderación del crecimiento económico, el endeudamiento bancario de las sociedades no financieras de la zona del euro creció a una tasa interanual del 14,2% en mayo del 2008 y el flujo de préstamos ha sido intenso en los últimos meses.

El análisis monetario, especialmente ante la continuación de las tensiones en los mercados financieros, contribuye a respaldar la necesidad de una orientación a medio plazo de la política monetaria, al centrar su atención en los riesgos al alza para la estabilidad de precios que prevalecen en horizontes temporales a medio y largo plazo. Asimismo, el estudio detallado de los datos monetarios y crediticios ha proporcionado información importante sobre el comportamiento y las condiciones de financiación de las entidades de crédito. La fortaleza, los plazos y la composición sectorial del endeudamiento bancario, en particular, sugieren que hasta ahora las tensiones no han afectado significativamente a la oferta de préstamos en el conjunto de la zona del euro.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma claramente la valoración de que están aumentando los 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. Al mismo tiempo, los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos y, teniendo en cuenta de forma adecuada la elevada volatilidad de las tasas de crecimiento del primer semestre de este año, los últimos datos macroeconómicos siguen apuntando a la continuación del crecimiento moderado del PIB real. En este contexto y de plena conformidad con el mandato que le ha sido encomendado, es esencial que el Consejo de Gobierno intervenga para evitar la generalización de efectos de segunda vuelta y para contrarrestar el aumento de los riesgos para la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno subraya que su objetivo primordial es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo y que tiene la clara determinación de mante-

ner las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo cual preservará el poder adquisitivo a medio plazo y fomentará el crecimiento y el empleo sostenibles en la zona del euro. Sobre la base de la actual valoración del Consejo de Gobierno, la orientación de la política monetaria establecida por su decisión del 3 de julio de incrementar los tipos de interés favorecerá la consecución del objetivo de estabilidad de precios del BCE. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, los objetivos de saneamiento presupuestario peligran en algunos países de la zona del euro. Por otro lado, ha aumentado el riesgo de que los déficit presupuestarios de los países se aproximen al valor de referencia del 3% del PIB o incluso lleguen a superarlo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno reitera su decidido apoyo al rigor en la ejecución de los presupuestos de los Gobiernos de la zona de euro en el 2008 y a la prudencia en la elaboración de los planes de política fiscal para el 2009, en consonancia con el acuerdo adoptado por el Eurogrupo en mayo del 2008. Alcanzar y mantener situaciones presupuestarias estructurales saneadas resulta esencial, por un lado, para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por otro, para que los estabilizadores automáticos puedan actuar libremente en todos los países de la zona del euro y, con ello, contribuyan a moderar las fluctuaciones cíclicas.

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 promover la flexibilidad de los mercados. Habida cuenta 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 segmentos minoristas y de distribución beneficiaría a los consumidores europeos a través de una reducción de los precios. Por lo que respecta a los mercados de trabajo, el informe sobre cuestiones estructurales del BCE para el 2008, presentado recientemente ante el Parlamento Europeo, subraya el carácter favorable, en líneas generales, de la evolución de los mercados de trabajo de la zona del euro en la pasada década, aunque también señala la urgente necesidad de contrarrestar el descenso de la población activa asociado al envejecimiento, en particular incrementando las tasas de empleo en todos los grupos sociales, promoviendo la flexibilidad de los mercados de trabajo y potenciando la inversión en educación y formación.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primer artículo se subrayan las ventajas de aplicar políticas monetarias y fiscales dentro de un marco basado en normas y se comentan algunos indicadores empíricos que sintetizan la política monetaria y las políticas fiscales aplicadas en la zona del euro durante el período 1999-2007. En el segundo artículo se estudian algunos hechos estilizados clave relativos al comercio de servicios en la zona del euro. El tercer artículo ofrece un panorama general de la asistencia técnica que presta el Eurosistema a las regiones vecinas a la UE.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial sigue viéndose frenada por la debilidad de la economía estadounidense, por las repercusiones a escala internacional de las turbulencias financieras y, cada vez más, por los altos precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. La desaceleración del crecimiento económico afecta principalmente a las economías industrializadas, ya que, en los mercados emergentes, éste continúa siendo sólido. Al mismo tiempo, la inflación general, medida por los precios de consumo, permanece en niveles elevados en los países de la OCDE, estimulada por las fuertes alzas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento a escala mundial siguen situándose a la baja.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial sigue viéndose frenada por la debilidad de la economía estadounidense, por las repercusiones a escala internacional de las turbulencias financieras y, cada vez más, por los elevados precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. La desaceleración del crecimiento económico afecta principalmente a las economías industrializadas, ya que, en los mercados emergentes, éste continúa siendo sólido. En mayo, el índice general de precios de producción de la encuesta a los directores de compras, se situó en un nivel de 52,2, es decir, ligeramente por encima del umbral de 50 puntos que separa la expansión económica de la contracción, lo que indica que la actividad económica mundial podría seguir siendo moderada en los próximos meses.

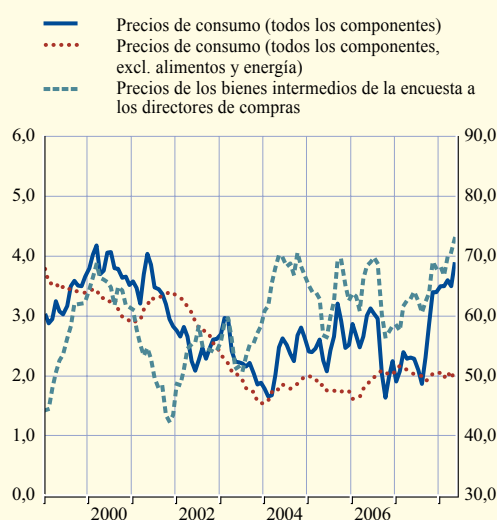
La inflación general, medida por los precios de consumo, permanece en niveles elevados en los países de la OCDE, estimulada por las fuertes alzas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. En el año transcurrido hasta mayo, los precios de consumo aumentaron un 3,9% en los países de la OCDE, frente al 3,5% del mes anterior (véase gráfico 1). La inflación medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo prácticamente estable en una tasa interanual del 2,1%. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los bienes intermedios sugiere que la inflación de costes continúa siendo elevada, lo que significa que, en el corto plazo, se mantendrán las presiones alcistas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de expansión económica se ha mantenido por debajo de la tendencia del primer trimestre del 2008. Según las estimaciones finales, el PIB real aumentó a una tasa intertrimestral anualizada del 1%, frente al 0,6% del cuarto trimestre del 2007 (véase gráfico 2). La demanda interna final experimentó una reducción, como consecuencia del descenso de la tasa de crecimiento del gasto en consumo personal (con una tasa anualizada del 1,1%, frente al 2,3% del trimestre anterior) y de una nueva e importante caída del 24,6% en la inversión residencial. La mayor contribución al crecimiento del PIB tuvo su origen en la demanda exterior neta, que sumó 0,8 puntos porcentuales. La contribución de la inversión en existencias fue neutral, tras haber supuesto un fuerte lastre para el crecimiento en el

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

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



Fuentes: OCDE y Markit.

último trimestre del 2007. Los datos recientes sugieren que la actividad económica continuó siendo moderada en el segundo trimestre del 2008.

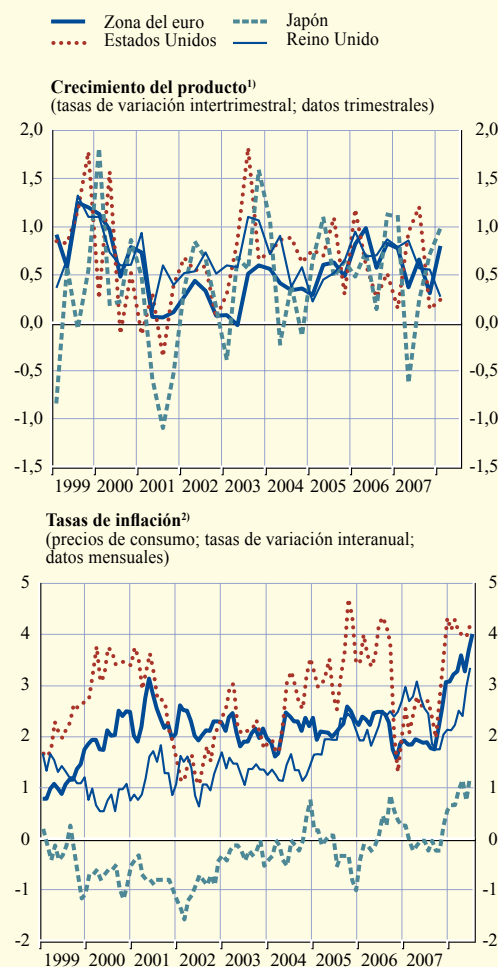
Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 4,2% en mayo, desde el 3,9% registrado en abril. En promedio, la inflación general interanual se ha situado en el 4,1% desde comienzos del 2008, como consecuencia de la presión alcista ejercida por las subidas de precios de la energía y los alimentos. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en mayo con respecto a abril en el 2,3%, es decir, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la media observada desde comienzos del año.

El 25 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en el 2%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales, tras la serie de recortes significativos realizados entre septiembre del 2007 y abril del 2008. En el comunicado emitido tras la reunión se señalaba el aumento de los riesgos para la inflación y las expectativas de inflación pero, al mismo tiempo, se subrayaba que los riesgos a la baja para el crecimiento se habían reducido ligeramente.

JAPÓN

Según los datos revisados de la Oficina Económica del Gobierno de Japón, el crecimiento del PIB aumentó un 1% en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2008. Esta revisión al alza de la estimación provisional del 0,8% tuvo su origen, principalmente, en la evolución de la inversión empresarial, cuya tasa de crecimiento intertrimestral se sitúa actualmente en el 0,2%, cifra notablemente más alta que el -0,9% que aparecía en la primera estimación. La mitad del crecimiento del primer trimestre correspondió a la demanda exterior neta: las exportaciones y las importaciones (ambas revisadas a la baja) crecieron un 4% y un 1,4%, respectivamente. El repunte de la inversión residencial, que se había desplomado el año pasado tras la revisión de la Ley de Normas de Edificación, se confirmó en el 4,6%. La actividad podría haberse desacelerado ligeramente en el segundo trimestre como consecuencia de un descenso del gasto de los hogares en abril, mientras que los indicadores de actividad apuntan a una caída de la confianza. La encuesta Tankan de junio apunta a un deterioro de la evaluación, por parte de las empresas, de la situación económica actual, y las empresas encuestadas prevén una nueva contracción para el próximo trimestre, especialmente en el caso de las pequeñas empresas. Al mismo tiempo, se mantiene el dinamismo del sector de exportaciones, habiéndose registrado en mayo un crecimiento interanual de las exportaciones nominales del 3,7%.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

La inflación medida por los precios de consumo ha repuntado desde comienzos de año, como resultado de las subidas de los precios de las materias primas importadas. En tasa interanual, se ha incrementado desde el 0,8% en abril hasta el 1,3% en mayo. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en la reintroducción de un impuesto sobre la gasolina, que se había eliminado de forma transitoria. Al mismo tiempo, el IPC excluidos los alimentos y la energía se redujo un 0,1% en tasa interanual en mayo, la misma cifra que en abril.

En su reunión del 13 de junio de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,5%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo al 0,3% en el primer trimestre del 2008, desde el 0,6% registrado en el trimestre anterior. Disminuyó el gasto en inversión y la contribución de la variación de existencias fue negativa, mientras que el consumo de los hogares experimentó un fuerte crecimiento (un 1,1% en tasa intertrimestral). El dinamismo de las ventas del comercio al por menor en mayo sugiere que, en el segundo trimestre del 2008, podría haberse mantenido el ímpetu del consumo, situación que, sin embargo, no coincide con la atonía y la caída de los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor en los últimos meses. En mayo del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC registró un aumento considerable, hasta el 3,3% (desde el 3% observado en abril), debido, en gran medida, a la evolución de los precios de los alimentos y la energía. En el mismo mes, los precios industriales también alcanzaron nuevos máximos, impulsados principalmente por la subida de los precios de los productos petrolíferos y los alimentos.

El 5 de junio de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5%, su tipo de interés oficial.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros grandes países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB se redujo en el primer trimestre del 2008 y la inflación aumentó en mayo.

En el primer trimestre del 2008, el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del -0,6% en Dinamarca y del 0,4% en Suecia. Los indicadores de confianza de los consumidores, del comercio al por menor, de los servicios y la construcción han experimentado un deterioro en ambos países en los últimos meses. En mayo, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó de forma acusada en Suecia, hasta el 3,9% (desde el 3,2% de abril), y en Dinamarca, hasta el 3,6% (desde el 3,4%). En ambos países, el incremento fue atribuible, principalmente, a la subida de los precios de los alimentos y la energía. En julio, el Danmarks Nationalbank y el Sveriges Riksbank elevaron sus tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, hasta el 4,6 y el 4,5%, respectivamente.

En la República Checa y Polonia, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo ligeramente en el primer trimestre del 2008 (hasta el 0,9% y el 1,4%, respectivamente). Por el contrario, en Hungría se incrementó ligeramente, hasta el 0,3%, pero siguió siendo débil. En Rumanía, el crecimiento del PIB real se aceleró hasta situarse en un nivel muy elevado (8,2% en tasa interanual). Los indicadores de confianza industrial y de los consumidores no apuntan a grandes cambios en los patrones de crecimiento a corto plazo en estos países. Las tasas de inflación se mantuvieron en niveles elevados en estos cuatro países. En mayo, la inflación medida, por el IAPC repuntó ligeramente en la República Checa, hasta el 6,8% (principalmente, como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos no elaborados) interanual y, en Hungría, hasta el 6,9% (debido fundamentalmente a la subida de los precios de la energía). En Polonia, la inflación medida por el IAPC se mantuvo estable en el 4,3%, ya que el incremento de los precios de la energía se

compensó con un descenso de los precios de los bienes y de los alimentos no elaborados. En Rumanía, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 8,5%, como resultado, principalmente, de la disminución de la inflación en los servicios. El 25 de junio de 2008, el Narodowy Bank Polski elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 6%, y, el 26 de junio, la Banca Națională a României incrementó su tipo de interés oficial, también en 25 puntos básicos, hasta el 10%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

A pesar del debilitamiento de las condiciones de la demanda mundial, la actividad económica mantuvo su intensidad en las economías emergentes de Asia. No obstante, los precios de consumo siguieron aumentando en la mayoría de los países, estimulados por la subida de los precios de los alimentos y de otras materias primas. Los tipos de interés reales se tornaron negativos y, en muchas economías de la región, la alta inflación está agravando el dilema entre los objetivos de estabilidad de los precios y de los tipos de cambio.

En China, la actividad económica mantuvo su dinamismo en los cinco primeros meses del año, a pesar del debilitamiento de la demanda exterior. La inflación interanual, medida por el IPC, se redujo desde el 8,5% hasta el 7,7% en mayo, como consecuencia de un descenso de los precios de la carne, que, anteriormente, habían registrado máximos sin precedentes. La reciente subida de los precios al por mayor del petróleo y la electricidad probablemente ejercerá cierta presión al alza —aunque limitada— sobre los precios de consumo.

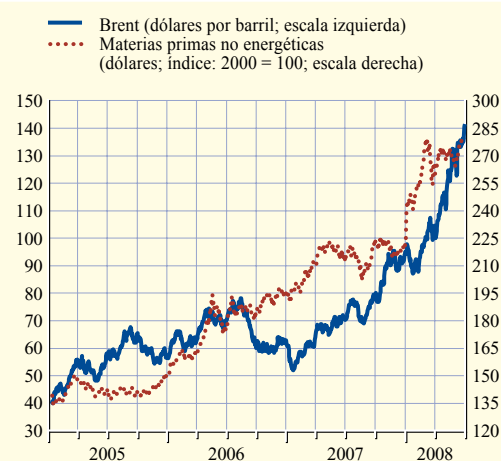
AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica se moderó en el primer trimestre del 2008, pero, a pesar de todo, se mantuvo en un nivel elevado. La inflación medida por los precios de consumo repuntó en la región en los cinco primeros meses del año. En Brasil, el PIB real creció un 5,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2008, frente al 6,1% registrado en el trimestre anterior. En mayo, la inflación interanual se mantuvo en el 5,5%. El 5 de junio, el Banco Central do Brasil elevó su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, situándolo en el 12,25%. En Argentina, el PIB real creció a una tasa interanual del 8,1% en el primer trimestre. La inflación medida por los precios de consumo volvió a aumentar en mayo, hasta el 9,1%. En México, el ritmo de la actividad económica disminuyó en el primer trimestre del 2008, y los indicadores de alta frecuencia sugieren que esta disminución se prolongó hasta el segundo trimestre. La inflación interanual repuntó hasta el 5% en mayo.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En las últimas semanas, los precios del petróleo han alcanzado nuevos máximos históricos, situándose el barril de Brent en 142,1 dólares estadounidenses el 2 de julio (véase gráfico 3). Actualmente, los precios del crudo se sitúan en torno a un 51% por encima del nivel observado a principios del año (en euros, el incremento es de alrededor del 40%). En general, los mercados han sido su-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

mamente volátiles y sensibles a las noticias y a los rumores relativos a las variables fundamentales. Por el lado de la demanda, la desaceleración de las importaciones de la OCDE se está compensando con un sólido crecimiento de la demanda de las economías emergentes. La subida de los precios ha llevado a algunas de estas economías, incluidas China e India, a reducir sus políticas de subvenciones, pero esta medida no ha tenido ningún efecto significativo a corto plazo sobre los precios mundiales del crudo y, probablemente, sólo repercutirá en la demanda en el medio plazo.

Por lo que respecta a la oferta, la cumbre de productores e importadores, celebrada el 22 de junio para examinar la evolución reciente de los precios del petróleo, no se tradujo en soluciones capaces de aliviar la presión. Arabia Saudí anunció un incremento de la oferta e inversiones para aumentar la capacidad de producción, pero tampoco esto tuvo un impacto significativo en los mercados. De cara al futuro, es probable que los precios del petróleo se mantengan en torno a los niveles actuales en el corto plazo y que sigan siendo muy sensibles a la información relativa a los márgenes de oferta y demanda y al entorno geopolítico. Los participantes en los mercados prevén que, a medio plazo, los precios se sitúen en torno a 146 dólares estadounidenses en diciembre del 2009, pero ahora existe mucha más incertidumbre que hace sólo unos meses.

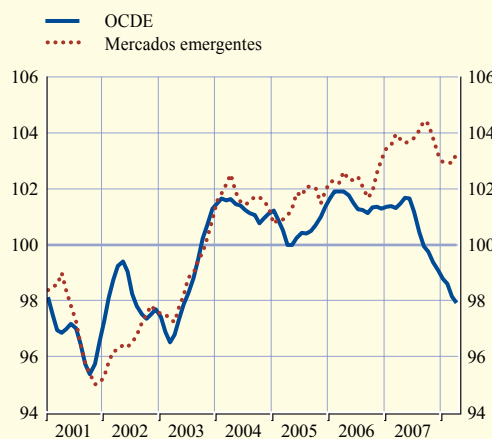
Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron en junio, alcanzando niveles cercanos a los máximos históricos registrados en marzo. Este incremento tuvo su origen, en gran parte, en una escalada de los precios de los alimentos, mientras que los precios de los metales se mantuvieron relativamente estables. Los precios del maíz, en particular, experimentaron una acusada subida, alcanzando un nuevo máximo, como consecuencia de las desfavorables condiciones meteorológicas en Estados Unidos, que afectaron a las cosechas previstas. La subida tuvo un efecto de contagio en otras materias primas, concretamente en la soja y el trigo, debido a los efectos de sustitución y a la competencia por la búsqueda de superficie cultivable. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó en junio aproximadamente un 27% por encima del nivel observado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Pese al relativo dinamismo del comercio exterior, la desaceleración de la economía mundial significa que las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro se han deteriorado. El indicador sintético adelantado de la OCDE disponible hasta abril sugiere que la actividad económica en los países de esta organización experimentará una desaceleración (véase gráfico 4). En lo que respecta a las principales economías no pertenecientes a la OCDE, el indicador apunta a una ralentización en Brasil e India y a cierta moderación en China, mientras que, en Rusia, continuará la expansión.

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo; media a largo plazo = 100)



Fuente: OCDE.

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

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento de la economía mundial continúa siendo grande, como consecuencia, entre otros factores, de los niveles muy elevados de los precios de las materias primas, y persisten los riesgos a la baja. En particular, estos riesgos están relacionados con la posibilidad de que se produzcan nuevas subidas imprevistas de los precios de la energía y los alimentos y además, tienen su origen en las tensiones de los mercados financieros, que podrían tener un efecto más negativo de lo actualmente esperado sobre la economía real. La preocupación por la aparición de presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada debida a los desequilibrios mundiales también conlleva riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los últimos datos monetarios respaldan la tesis de que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia de la zona del euro mantiene su vigor y señalan la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En mayo, la tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció sin variación, en el elevado nivel del 10,5%. Además, a pesar de la ligera moderación experimentada por las tasas de crecimiento de los préstamos a hogares y a sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado mantuvo su solidez. Al mismo tiempo, el efecto del aplanamiento de la curva de rendimientos sugiere que el crecimiento de M3 está generando actualmente una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. La tasa de crecimiento interanual de M1 siguió descendiendo en mayo, como consecuencia del impacto de las subidas de tipos de interés. En consonancia con las valoraciones realizadas en meses anteriores, parece que las tensiones en los mercados financieros no han incidido significativamente en el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, al menos no más allá de sus efectos en los factores determinantes de la demanda de dinero y de crédito. Sin embargo, existe evidencia clara de que las tensiones financieras han afectado directamente a determinadas contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionadas con la naturaleza de las citadas tensiones, en concreto el crédito de las IFM a otros intermediarios financieros.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 10,5% en mayo, sin variación con respecto al mes anterior (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual fue del 0,8%, lo cual indica que la dinámica a corto plazo de M3, medida por las tasas de crecimiento de tres meses y de seis meses anualizadas, conservó su solidez en un nivel en torno al 9%. Por tanto, los resultados de M3 de los dos últimos meses no confirman las posibles señales de moderación del crecimiento de este agregado monetario que sugieren los datos correspondientes al primer trimestre del 2008.

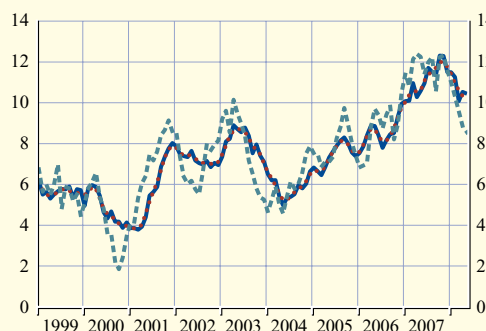
La expansión monetaria subyacente mantiene su solidez, aunque la actual tasa de crecimiento interanual de M3 ha generado una cierta sobreestimación de la misma, debido, en gran parte, al aplanamiento de la curva de rendimientos, que hace que la remuneración de los activos monetarios a más corto plazo resulte atractiva en comparación con activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3. Los consiguientes desplazamientos hacia instrumentos monetarios tiende a inflar el crecimiento de M3.

Al mismo tiempo, los datos monetarios de mayo confirman, asimismo, que los aumentos de los tipos de interés a corto plazo registrados desde finales de diciembre del 2005 siguen ejerciendo un efecto moderador en la evolución monetaria y del crédito, lo cual se plasma, particularmente, en la nueva reducción de las tasas de crecimiento interanual de M1 y de los préstamos a hogares. Además, en mayo también aparecieron posibles señales de moderación del crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, lo cual está en

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

consonancia con las regularidades históricas, que sugieren que a lo largo del ciclo del crédito estos préstamos suelen responder con un retardo al endurecimiento de las condiciones de financiación.

Los datos de mayo también respaldan la valoración de que las tensiones registradas en los mercados financieros no han incidido de forma importante en el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque el endurecimiento de las condiciones de financiación en los últimos meses sí está teniendo un cierto efecto indirecto actualmente. Sin embargo, la evolución de determinadas contrapartidas de M3, como el crédito a otros intermediarios financieros (OIF), puede relacionarse claramente con las tensiones financieras.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La contribución a la tasa de crecimiento interanual de M3 procedente de M1 y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó en mayo, pero el efecto de este descenso se vio ampliamente compensado por la mayor contribución de los instrumentos negociables.

La tasa de crecimiento interanual de M1 continuó descendiendo hasta situarse en el 2,3% en mayo, frente al 2,5% de abril (véase cuadro 1). La prolongada tendencia a la baja del crecimiento de M1, que ha sido una característica de los datos de los dos últimos años, puede asociarse, en gran medida, con el aumento que se ha producido en los costes de oportunidad de mantener efectivo y depósitos a la vista con una remuneración relativamente baja desde que comenzaron a subir los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro a finales del 2005.

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 – M1) continuaron representando la mayor parte del crecimiento interanual de M3 en el período de doce meses transcurrido hasta finales de mayo. Su tasa de crecimiento interanual se redujo ligeramente, hasta el 19,4%, desde el 19,8% registrado en abril, lo cual es atribuible a la moderación de los dos subcomponentes principales. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años mantuvo su extraordinaria fortaleza, pese a descender hasta el 40,4% en mayo, desde el 41,6% de abril. Los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Abr	2008 May
M1	42,8	6,2	6,5	5,9	3,8	2,5	2,3
Efectivo en circulación	7,1	10,0	8,9	8,0	7,8	8,0	7,5
Depósitos a la vista	35,6	5,5	6,1	5,5	3,1	1,4	1,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,0	13,1	15,0	16,8	18,3	19,8	19,4
Depósitos a plazo hasta dos años	25,0	33,1	37,6	40,6	41,4	41,6	40,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,0	-2,2	-3,2	-3,9	-3,3	-2,2	-2,4
M2	84,8	9,2	10,3	10,7	10,3	10,4	10,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,2	19,3	18,7	19,6	16,3	11,6	12,6
M3	100,0	10,6	11,5	12,0	11,2	10,5	10,5
Crédito a residentes en la zona del euro		8,0	8,7	9,2	10,0	9,8	9,5
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,2	-4,0	-4,1	-2,6	-0,3	-1,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,2	-0,8	-1,8	-0,9	0,8	0,7
Crédito al sector privado		10,9	11,6	12,2	12,7	12,0	11,9
Préstamos al sector privado		10,5	11,0	11,1	11,0	10,6	10,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,3	10,3	8,5	6,9	4,7	4,2

Fuente: BCE.

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

(depósitos de ahorro a corto plazo) siguieron disminuyendo en mayo, a un ritmo algo más rápido que en abril. El constante e intenso crecimiento de los depósitos a plazo hasta dos años obedece, en gran medida, a que su remuneración, a diferencia de los tipos de interés de los depósitos a un día y de ahorro a corto plazo, ha seguido relativamente de cerca las subidas de los tipos de interés del mercado monetario, siendo reflejo, posiblemente, del atractivo de la financiación a plazo fijo también desde la perspectiva de las IFM. Esta evolución ha provocado la transferencia de fondos desde depósitos de ahorro y a la vista hacia depósitos a plazo hasta dos años. Además, el aplanamiento de la curva de rendimientos sugiere que estos últimos depósitos también son atractivos en comparación con activos a más largo plazo no incluidos en M3, dado que ofrecen mayor liquidez y menor riesgo a un coste reducido en términos de rentabilidad.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables ($M3 - M2$) aumentó hasta el 12,6% en mayo, desde el 11,6% observado el mes anterior, como consecuencia de los incrementos de las tasas de crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. En el caso de las primeras, el ascenso de la tasa de crecimiento interanual (hasta el 7,7%, desde el 6,8% de abril) es reflejo de las considerables entradas mensuales, tras dos meses de salidas negativas, aunque de escaso volumen. La volatilidad de los flujos mensuales de entrada en participaciones en fondos del mercado monetario ha aumentado notablemente desde el comienzo de las tensiones en los mercados financieros, alcanzando niveles que superan los observados en los últimos años. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años se incrementó hasta el 20,9% en mayo, y parece que la mayor parte de la subida experimentada en dicho mes por las emisiones netas se ha producido en los plazos comprendidos entre uno y dos años, lo cual indica, por tanto, la actual preferencia de las IFM por la financiación a un plazo relativamente largo. En el caso de las cesiones temporales, en mayo se registró un flujo intermensual negativo, que hizo que la tasa de crecimiento interanual de este instrumento descendiera hasta el 16,8%, desde el 17,8% observado el mes anterior.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales («depósitos de M3») permaneció sin variación en mayo, en el 11,2%, tras haber rondado dicho nivel desde mediados del 2007. Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó al crecimiento total de los depósitos de M3. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que mantuvo su tendencia al alza y se situó en el 9,5% en mayo, frente al 9,3% de abril, fue la más alta registrada en esta serie (disponible sólo desde principios del 2004). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras volvió a experimentar una ligera reducción en mayo, hasta situarse en el 8,9%, frente al 9,5% de abril. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de los intermediarios financieros no varió prácticamente en mayo, ya que el aumento de la contribución de las tenencias de depósitos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones compensó la menor aportación procedente de los depósitos mantenidos por otras instituciones financieras no monetarias.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total a residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 9,5% en mayo, desde el 9,8% de abril. La evolución observada en el crédito a las Administraciones Públicas y al sector privado fue divergente (véase cuadro 1). Por una parte, la tasa de descenso interanual del crédito a las Administraciones Públicas aumentó hasta el 1,8% en mayo, desde el 0,3% del mes anterior. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado se mantuvo prácticamente estable en mayo, situándose en el 11,9%, frente al 12% de abril.

En mayo, los préstamos (principal componente del crédito al sector privado) continuaron creciendo a un ritmo intenso, aunque ligeramente más moderado, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el

10,4%, frente al 10,6% de abril. Al mismo tiempo, los préstamos a las diversas áreas del sector privado siguieron presentando una dinámica distinta, ya que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares se moderaron, aunque partiendo de niveles bastante diferentes, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a instituciones financieras no monetarias distintas de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones aumentó (véase cuadro 2).

La tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se situó en el 14,2% en mayo, un nivel que, aunque es inferior al registrado el mes anterior, sigue siendo sólido. Los indicios de una cierta moderación del crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras están en consonancia con el patrón de retardo que suelen mostrar estos préstamos a lo largo del ciclo del crédito en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación y, por tanto, parece que son reflejo de la evolución de la demanda de préstamos más que del deterioro de la oferta de préstamos. En cuanto a la estructura de plazos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a más corto plazo (es decir, aquellos con un plazo inicial hasta un año) permaneció por debajo de la registrada por los préstamos a más largo plazo (es decir, aquellos con un plazo inicial superior a un año). Estos datos siguen aportando escasa evidencia que respalde la tesis de que los flujos totales de préstamos a sociedades no financieras durante las tensiones que se han producido en los mercados financieros pueden haber reflejado, en gran medida, las dificultades experimentadas por las entidades de crédito para dar de baja de sus balances los préstamos puente a corto plazo (asociados con operaciones de recompra con apalancamiento financiero o de fusión y adquisición).

Por lo que respecta al sector hogares, la tendencia a la baja observada desde principios del 2006 en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM continuó en mayo, mes en el que dicha tasa se redujo hasta el 4,9%, desde el 5,2% del mes anterior. Esta tendencia bajista está en consonancia con el impacto de las subidas de los tipos de interés de los préstamos bancarios desde finales del 2005 y con la moderación experimentada en la evolución del mercado de la vivienda en una serie de países de la zona del euro. Al mismo tiempo, sigue habiendo escasos indicios de que se haya producido una alteración de la oferta de préstamos bancarios a hogares o de que las tensiones financieras hayan tenido un impacto mayor que el observado mediante los determinantes fundamentales habituales, como los tipos de interés. En cuanto a los distintos subcomponentes, la moderación del crecimiento de los préstamos a hogares continuó teniendo su origen en los

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Abr	2008 May
Sociedades no financieras	43,6	12,7	13,8	14,0	14,6	14,9	14,2
Hasta un año	29,0	10,1	12,1	11,9	12,8	13,0	12,4
De uno a cinco años	19,7	19,0	19,9	21,0	22,5	21,4	19,6
Más de cinco años	51,3	12,0	12,7	12,7	12,9	13,6	13,3
Hogares²⁾	46,1	7,5	7,0	6,6	5,9	5,2	4,9
Crédito al consumo ³⁾	12,8	6,5	5,7	5,3	5,3	5,2	4,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,6	8,6	8,1	7,6	6,7	5,9	5,5
Otras finalidades	15,5	3,6	3,2	3,1	2,7	2,1	2,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	23,7	26,6	22,0	6,5	-2,7	-2,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	16,0	20,0	23,4	24,6	22,2	25,7

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

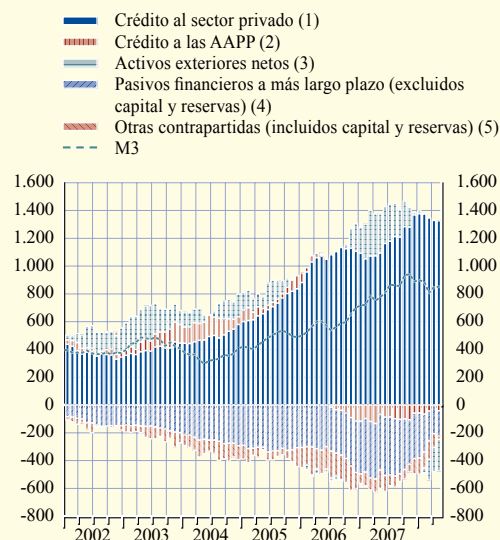
préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó nuevamente en mayo, hasta el 5,5%, desde el 5,9% de abril. En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo ligeramente, hasta el 4,9%, frente al 5,2% registrado en abril, mientras que la de otros préstamos se situó en el 2%, prácticamente sin variación con respecto al 2,1% del mes anterior (en el recuadro 1 se presentan las distintas fuentes de financiación de los hogares en la zona del euro y una comparación con el Reino Unido y Estados Unidos).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF aumentó hasta el 25,7% en mayo, desde el 22,2% de abril. Además, las compras por parte de las IFM de valores distintos de acciones del sector privado, que en los últimos meses han revestido principalmente la forma de adquisiciones de valores emitidos por OIF, mantuvieron su dinamismo, registrando una tasa de crecimiento interanual del 39,1% en mayo. El fuerte crecimiento de ambas categorías de crédito refleja, en parte, los efectos directos de las tensiones en los mercados financieros, es decir, 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 como consecuencia 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 programas 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 tensiones observadas en 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 reestructuración de las entidades especiales de financiación asociadas, que son sociedades instrumentales que se utilizan para dar de baja préstamos de los balances de las IFM y que se clasifican como OIF, explica parcialmente este repunte del crédito a OIF residentes en la zona del euro (con un aumento del crédito a las entidades especiales de financiación internas, pero una reducción del crédito a las entidades de este tipo no pertenecientes a la zona).

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) disminuyó nuevamente, hasta el 4,2% en mayo, desde el 4,7% de abril (véase gráfico 6). Este descenso refleja el crecimiento más débil tanto de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM como de las tenencias de depósitos a más largo plazo por parte del sector privado. En este último caso, la reducción se debió a los desplazamientos que se observaron desde los depósitos a más largo plazo hacia los depósitos a más corto plazo, en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos plana. De hecho, en el período de doce meses transcurrido hasta mayo, los hogares y las sociedades no financieras retiraron 47 mm de euros de depósitos a más largo plazo, muy probablemente para moverlos a depósitos a más corto plazo incluidos en M3. Al mismo tiempo, el sector de OIF sigue siendo el que más contribuyó al descenso del crecimiento de los depósitos a más largo plazo, ya que sus tenencias cayeron aproximadamente a la mitad entre mayo del 2007 y mayo del 2008, aunque las tasas de crecimiento interanual se mantienen por encima

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

del 20%. Es probable que esta evolución sea atribuible a la moderación que experimentaron las operaciones de titulización colocadas en el mercado (incluidas las titulizaciones sintéticas).

Por último, en mayo se registraron salidas mensuales de 60 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, tras las salidas de magnitud similar observadas el mes anterior. En términos interanuales, las salidas ascendieron a 229 mm de euros, el volumen acumulado de doce meses más importante desde mediados de 1999. Estos flujos responden, en parte, a la citada reestructuración de las entidades especiales de financiación.

El análisis monetario indica que el crecimiento que han experimentado los préstamos de las IFM al sector privado no financiero en los últimos trimestres 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, 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, apuntan a una cierta moderación del crecimiento de los préstamos, en consonancia con las posibles señales observadas este mes en relación con los préstamos a las sociedades no financieras.

Si se analiza más allá de los efectos relacionados con el aplanamiento de la curva de rendimientos y de las tensiones experimentadas en los mercados financieros, se observa que la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada y continúa apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

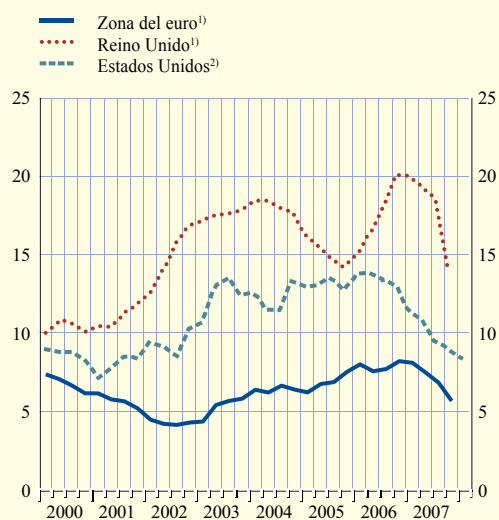
Recuadro I

LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES: COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO, EL REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS

Desde el comienzo de las tensiones en los mercados financieros en agosto del 2007, la evolución de los préstamos y créditos de las IFM ha pasado a ser objeto de mayor atención. Determinar si el sistema bancario puede proporcionar financiación suficiente a los hogares y a las sociedades no financieras ha sido esencial para valorar las perspectivas macroeconómicas. En este contexto, las comparaciones entre países de la dinámica de los préstamos concedidos por las IFM permiten realizar el análisis desde una perspectiva más amplia. Sin embargo, al realizar esta comparación entre distintas economías, especialmente al valorar las implicaciones de dicha evolución para la economía real, se han de tomar en consideración las diferencias en las estructuras de los sistemas financieros, particularmente la relevancia del sector bancario con respecto a otras fuentes de financiación externa. En este contexto, en

Gráfico A Flujos financieros de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible de los hogares)



Fuentes: BCE, Eurostat, Office for National Statistics y Comité de Gobernadores de la Reserva Federal.

1) Flujos financieros acumulados de cuatro trimestres de los hogares en relación con su renta bruta disponible acumulada de cuatro trimestres.

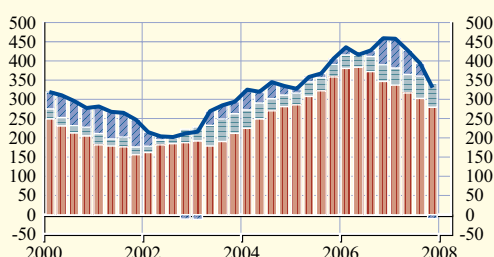
2) Flujos financieros acumulados de cuatro trimestres de los hogares en relación con su renta personal disponible acumulada de cuatro trimestres.

Gráfico B Financiación de los hogares

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres en miles de millones de las monedas nacionales)

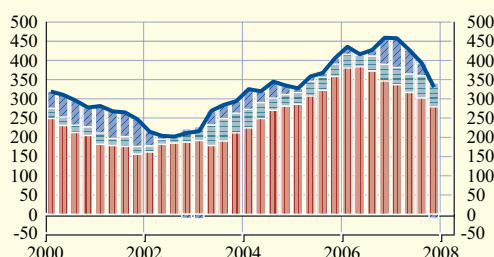
a) Zona del euro

- Financiación total
- Préstamos de IFM
- Préstamos de no IFM
- Otras cuentas pendientes de pago¹⁾



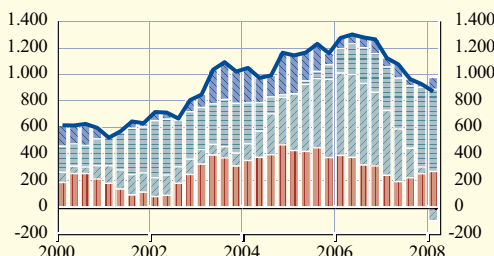
B) Reino Unido

- Financiación total
- Préstamos de IFM
- Préstamos de IFNM
- Otras cuentas pendientes de pago²⁾
- Préstamos de IFM, excluidos efectos de las titulaciones³⁾



C) Estados Unidos

- Financiación total
- Préstamos de IFM⁴⁾
- Préstamos de empresas privadas patrocinadas por el Gobierno emisoras de bonos de titulización⁵⁾
- Préstamos de emisores privados de bonos de titulización⁶⁾
- Otras modalidades de financiación



Fuentes: a) BCE, b) Office for National Statistics y Banco de Inglaterra, y c) Comité de Gobernadores de la Reserva Federal y cálculos del BCE.

- 1) Incluye también los pasivos netos de derivados financieros, así como las reservas de seguro de vida y de los fondos de pensiones.
- 2) Incluye también los valores distintos de acciones emitidos por instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 3) Datos desestacionalizados.
- 4) Bancos comerciales, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.
- 5) Préstamos de empresas privadas patrocinadas por el Gobierno (GSE) y carteras de hipotecas respaldadas por organismos públicos y GSE.
- 6) Préstamos de emisores privados de bonos de titulización.

este recuadro se compara la importancia de los préstamos de las IFM con respecto a la financiación total de los hogares en la zona del euro, en el Reino Unido y en Estados Unidos. El análisis tiene en cuenta las diferencias en los marcos contables y en los sistemas de información estadística que afectan a los datos relevantes de cada una de las economías examinadas.

Para situar en perspectiva la importancia relativa de los préstamos de las IFM en la financiación total de los hogares, en el gráfico A se muestran los flujos financieros totales de los hogares en relación con su renta disponible en las tres economías¹. Existen diferencias significativas en el volumen de financiación que los hogares reciben en proporción a su renta, y el Reino Unido es la economía con la ratio más elevada.

En el gráfico B se muestra en qué medida parece variar la importancia de las IFM en la financiación total de los hogares en las tres economías. En la zona del euro, las IFM ocupan un lugar preponderante en la financiación a los hogares, representando aproximadamente el 85% de la financiación total concedida a este sector en el año 2007. La relevancia directa de las IFM² en el Reino Unido y

derante en la financiación a los hogares, representando aproximadamente el 85% de la financiación total concedida a este sector en el año 2007. La relevancia directa de las IFM² en el Reino Unido y

1 En Estados Unidos, la delimitación del sector hogares es más restringida que en la zona del euro y en el Reino Unido, ya que la norma estadística internacional para la elaboración de las cuentas nacionales no se ha aplicado íntegramente en dicho país. En particular, los empresarios individuales no se incluyen en el sector hogares y se clasifican como parte del sector empresas (véase el recuadro titulado «La comparación entre las cuentas nacionales de Estados Unidos y de la zona del euro» en el Boletín Mensual de febrero del 2004).

2 En Estados Unidos, el sector IFM no se define en las estadísticas oficiales. Con el fin de garantizar la comparabilidad con la zona del euro y el Reino Unido, el sector de IFM de Estados Unidos se aproximó utilizando bancos comerciales, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

en Estados Unidos es claramente menor, con una participación de alrededor del 26% y del 31%, respectivamente, en la financiación total a los hogares en el citado año. La menor importancia de los préstamos de las IFM puede atribuirse, en parte, a diferencias en la estructura financiera en relación con la zona del euro, en particular al mayor predominio del modelo bancario basado en «originar y distribuir»³. En el caso de Estados Unidos, los préstamos en los que la entidad originadora es una IFM, pero que posteriormente se titilizan, se incluyen en el gráfico B como préstamos de empresas privadas patrocinadas por el Gobierno (GSE, en sus siglas en inglés) y de emisores privados de bonos de titulización. En la zona del euro y en el Reino Unido, los préstamos titulizados se incluyen en la categoría «préstamos de instituciones financieras no monetarias (IFNM)». En Estados Unidos y el Reino Unido, estas categorías parecen tener una participación considerablemente más elevada en la financiación a los hogares que en la zona del euro. No obstante, la importancia de los préstamos de las IFM, que a primera vista es diversa, se debe no sólo a diferencias en los sistemas financieros, sino también al tratamiento contable de los préstamos titulizados, que incide en cómo éstos se contabilizan en los balances de las IFM⁴.

El aspecto más importante de los respectivos marcos contables está relacionado con la cuestión de si la IFM que concedió los préstamos originalmente puede eliminarlos de su balance («darlos de baja») al venderlos en una operación de titulización, en cuyo caso resultarán afectadas las estadísticas sobre préstamos bancarios⁵. En la zona del euro, la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (concretamente, la Norma Internacional de Contabilidad 39, «Instrumentos financieros: reconocimiento y valoración») y de determinadas políticas de supervisión en algunos Estados miembros de la UE en los que el modelo bancario de «originar y distribuir» ha adquirido una popularidad creciente en los últimos años, ha evitado en gran medida que las entidades de crédito dieran de baja préstamos de sus balances después de venderlos a una entidad especial de financiación. En cambio, las normas contables del Reino Unido y de Estados Unidos son considerablemente más flexibles a la hora de dar de baja préstamos de las IFM del balance. En los respectivos sistemas de recopilación de información estadística, esto ha conducido a que las bajas de préstamos del balance en estas dos economías sean muy superiores a las de la zona del euro, incluso en casos de operaciones de titulización de características y magnitud muy similares. En consecuencia, gran parte de los préstamos titulizados en la zona del euro siguen contabilizándose como préstamos de las IFM, mientras que en el caso del Reino Unido y de Estados Unidos, el volumen de préstamos titulizados reduce los préstamos concedidos por las IFM y se contabilizan como «préstamos de IFNM» y como préstamos de emisores de bonos de titulización de activos (privados o empresas patrocinadas por el Gobierno), respectivamente.

Estas consideraciones muestran que el papel desempeñado por las IFM en la financiación del sector hogares es mucho más importante si la atención se centra en el proceso de originación de los préstamos en lugar de en las estadísticas de balances bancarios. Desde esta perspectiva, la importancia relativa de las IFM en la concesión de financiación a los hogares es prácticamente similar en la zona del euro y en el Reino Unido, y menor en Estados Unidos. En el caso del Reino Unido, esta conclu-

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

4 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.

5 Las ventas de préstamos que implican la transferencia completa de los riesgos y beneficios a una entidad separada (por ejemplo, un inversor institucional) conllevarían la baja de la totalidad del préstamo del balance del vendedor. Este sería el caso de una titulización «real o fuera de balance». Alternativamente, la entidad originadora puede optar por vender solamente (parte de) los riesgos de los préstamos que ha concedido realizando una titulización «sintética». En este caso, los préstamos subyacentes continúan contabilizándose en el balance de la entidad originadora.

sión es evidente en la evolución de la serie denominada «Préstamos de IFM excluidos los efectos de las operaciones de titulización», que incluye tanto los préstamos que mantienen las IFM como los préstamos en los que éstas eran las entidades originadoras y que posteriormente se titulizaron. En promedio, en el período 2000-2007, esta categoría representó más del 75% de la financiación total concedida a los hogares en dicho país. En la zona del euro, la suma de los préstamos de IFM y los de IFNM⁶, que para esta área económica puede servir de aproximación a los préstamos otorgados originalmente por IFM, representó alrededor del 90% de la financiación total del sector hogares en ese mismo período. En Estados Unidos, el volumen de préstamos concedidos originalmente por IFM también fue considerablemente más elevado de lo que se recoge en la serie «préstamos de IFM». Sin embargo, para Estados Unidos no es posible realizar directamente un cálculo similar al efectuado para la zona del euro para determinar la importancia de los préstamos otorgados originalmente por IFM porque al menos algunos de los préstamos que obran en poder de emisores de bonos de titulización fueron concedidos originalmente por entidades que se considerarían parte del sector de IFNM en la zona del euro.

Al analizar la evolución de la financiación de los hogares a lo largo del tiempo, los datos correspondientes a Estados Unidos son ilustrativos de la creciente importancia de los emisores privados de bonos de titulización en la financiación de los hogares a partir del año 2004. Su actividad sustituyó, en cierta medida, a la financiación concedida anteriormente por empresas privadas patrocinadas por el Gobierno (como la Federal National Mortgage Association —Fannie Mae— y la Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac) y también contribuyeron al incremento de la financiación total de los hogares. Sin embargo, desde mediados del 2006, este tipo de empresas han vuelto a incrementar su relevancia, y en el segundo semestre del 2007 pasaron a ser la principal fuente de financiación de los hogares, ya que la otorgada por emisores privados de bonos de titulización se fue agotando gradualmente. En ese mismo período, los préstamos concedidos por las IFM aumentaron en Estados Unidos, ya que la transferencia de préstamos fuera de balance a través de operaciones de titulización prácticamente se paralizó.

Aunque, en general, la evolución de la financiación ha sido bastante parecida en las tres áreas monetarias desde mediados del año 2006, el acusado descenso de los préstamos mantenidos por entidades no bancarias del sector privado registrado en Estados Unidos no se ha observado en la zona del euro ni en el Reino Unido. Ciertamente, en estas dos economías, el volumen de «préstamos de entidades no bancarias» se mantuvo relativamente estable hasta finales del 2007, mientras que el volumen de préstamos concedidos por IFM y que se mantenían en estas instituciones disminuyó. No obstante, en la zona del euro, en particular, las operaciones de titulización en curso ocultan un cambio en la naturaleza del proceso ya que, a finales del 2007, y especialmente a principios del 2008, fueron las propias IFM quienes principalmente adquirieron sus bonos de titulización, en lugar de venderlos en el mercado.

En este recuadro se ha puesto en evidencia que para realizar una comparación adecuada de la financiación de los hogares en la zona del euro, el Reino Unido y Estados Unidos se han de tomar en consideración las diferencias existentes en los respectivos marcos contables y estadísticos. Además, debe basarse en una perspectiva amplia de la financiación de los hogares y tener en cuenta las diferencias estructurales en los respectivos sistemas financieros. El análisis demuestra que la evolución general de la financiación de los hogares en los años 2006 y 2007 realmente fue

6 Los préstamos de IFNM son principalmente préstamos concedidos por otros intermediarios financieros, pero también por empresas de seguros y fondos de pensiones y, en mucha menor medida, préstamos otorgados por otros sectores residentes y no residentes.

bastante parecida en las tres áreas monetarias. Sin embargo, esta similitud aparente oculta diferencias considerables en lo que respecta a la importancia y a la dinámica de los fundamentos económicos que determinan la financiación de este sector, como la fortaleza de la actividad económica, la trayectoria de los tipos de interés, la evolución de los precios de la vivienda y el endeudamiento total de los hogares. El análisis también indica que, debido a las diferencias en el tratamiento contable de las titulizaciones, es posible que los préstamos contabilizados en los balances de las IFM no siempre sean indicativos de la exposición al riesgo de las entidades de crédito de estas economías. De hecho, las recientes tensiones en los mercados financieros han demostrado que incluso en el modelo bancario basado en «originar y distribuir» persisten considerables riesgos, implícitos o explícitos, para las IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó siendo sólida en abril del 2008, sin variación con respecto al mes anterior. Esta evolución reflejó un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, que compensó la ligera desaceleración observada en el caso de las sociedades no financieras y las IFM. La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central permaneció sin cambio. Las emisiones de acciones cotizadas disminuyeron ligeramente, pero se mantuvieron en niveles moderados en comparación con las emisiones de valores distintos de acciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

Las emisiones de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro continuaron creciendo a un ritmo intenso en abril del 2008 (véase cuadro 3). La tasa total de crecimiento interanual (del 7,1%) oculta diferencias en los distintos plazos, ya que la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores a corto plazo disminuyó hasta el 21,4% en abril, desde el 23,5% del mes anterior,

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Abr	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 Mar	2008 Abr
Valores distintos de acciones:	12.282	8,8	9,2	8,9	8,2	7,1	7,1
IFM	5.126	10,6	10,9	10,7	9,2	7,7	7,2
Instituciones financieras no monetarias	1.518	29,0	28,5	27,2	25,7	21,3	23,5
Sociedades no financieras	692	6,4	9,4	8,9	9,5	7,8	6,6
Administraciones Públicas	4.947	3,2	3,3	3,0	2,7	2,7	2,8
De las cuales:							
Administración Central	4.635	3,0	3,3	2,9	2,6	2,8	2,9
Otras Administraciones Públicas	313	5,7	3,0	4,6	2,8	1,6	1,0
Acciones cotizadas:	5.738	1,2	1,4	1,4	1,3	1,3	1,1
IFM	835	2,1	1,8	1,3	0,8	1,1	1,3
Instituciones financieras no monetarias	519	0,9	0,9	2,7	2,5	2,3	2,2
Sociedades no financieras	4.384	1,0	1,3	1,3	1,3	1,2	0,9

Fuente: BCE.

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

mientras que la de las emisiones de valores a largo plazo aumentó ligeramente, desde el 5,3% hasta el 5,5%. Las emisiones de valores a más largo plazo pueden desglosarse en valores emitidos a tipo de interés variable y a tipo de interés fijo. Como consecuencia de factores de demanda, suele existir una inclinación a favor de los tipos variables frente a los fijos en periodos caracterizados por una curva de rendimientos plana. Por tanto, el relativo aplanamiento de la curva de principios del 2008 puede explicar, en parte, que en abril la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable, que fue del 12,4%, volviera a ser significativamente más alta que la de los valores a tipo de interés fijo, que se situó en el 2,7% en dicho mes.

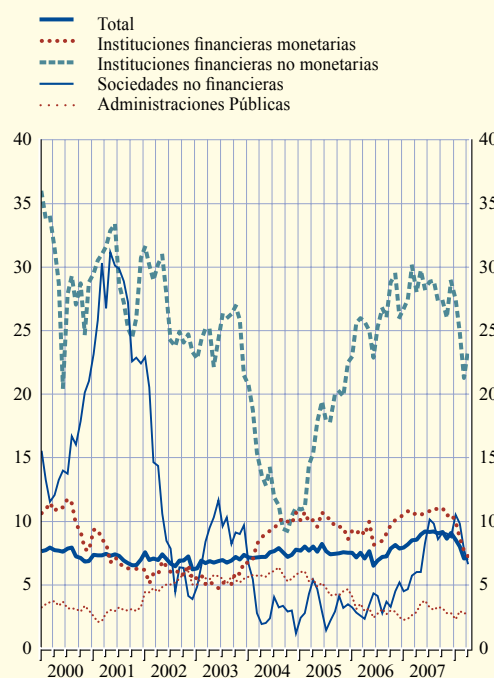
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó desde el 7,8% en marzo hasta el 6,6% en abril del 2008 (véase gráfico 7). No obstante, si se considera desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones ha mantenido su dinamismo, en general, y ha permanecido en niveles considerablemente superiores a los registrados antes de las turbulencias, pese al acusado incremento de los diferenciales de renta fija privada. Por lo que respecta a la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras aumentó ligeramente en abril, hasta situarse en el 4,4%, desde el 4,2% de marzo.

De acuerdo con los datos desestacionalizados (que son más adecuados para evaluar las tendencias a corto plazo), las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas muestran un descenso de las emisiones de valores distintos de acciones en abril y, por tanto, señalan una continuación de la tendencia a la baja que se inició en noviembre del 2007. En términos de la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta el 2,6% en abril, desde el 5,4% de marzo. La desaceleración de la actividad emisora que ponen de manifiesto los datos desestacionalizados puede estar relacionada, en parte, con las turbulencias de los mercados financieros, que han generado un aumento de los costes de financiación mediante valores de renta fija. Ello se refleja en el incremento de los diferenciales y los rendimientos de los valores de renta fija privada, en especial en el caso de empresas de escasa solvencia. La evidencia procedente de proveedores de datos del sector privado también sugiere que la financiación mediante deuda a sociedades no financieras de alta rentabilidad se ha agotado en gran medida.

Por lo que respecta al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM fue del 7,3% en abril, frente al 7,7% de marzo. En consonancia con una

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

tendencia que es patente desde que comenzaron las turbulencias en los mercados financieros, las emisiones de valores a corto plazo mantuvieron su dinamismo, registrando una tasa de crecimiento interanual del 27,8% en abril del 2008. La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM se redujo de nuevo, situándose en el 4,1% en dicho mes, frente al 4,3% del mes anterior. El abandono de la financiación a largo plazo mediante valores de renta fija refleja la revisión de las valoraciones que ha afectado a los emisores del sector financiero desde el comienzo de las turbulencias en los mercados financieros. La mejor forma de calibrar la magnitud de este efecto es examinar las tasas de crecimiento a corto plazo. De hecho, los datos de seis meses desestacionalizados correspondientes a las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo muestran una tasa de crecimiento de seis meses anualizada del 2,4% en abril, la cifra más baja registrada desde principios del 2003.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó desde el 21,3% de marzo hasta el 23,5% registrado en abril del 2008. Gran parte de la actividad emisora de este sector está relacionada con las distintas operaciones de titulización llevadas a cabo por sociedades instrumentales (entidades generalmente patrocinadas por entidades de crédito para cumplir objetivos temporales). Sin embargo, la evolución a corto plazo que muestra la tasa de crecimiento de seis meses anualizada indica que la actividad emisora de este sector ha experimentado una desaceleración desde el verano del 2007, aunque se mantiene en niveles elevados.

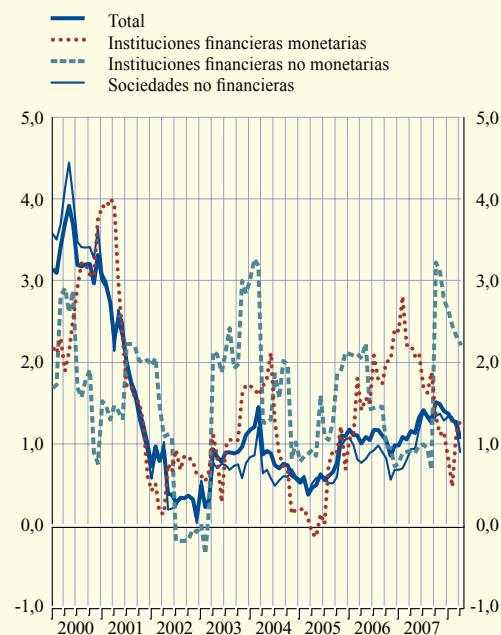
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público se mantuvo casi sin variación en abril, situándose en el 2,9%, frente al 2,8% de marzo. Esta estabilidad general es atribuible, principalmente, a que el crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central no experimentó ningún cambio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro cayó ligeramente en abril, hasta el 1,1%, desde el 1,3% de marzo (véase cuadro 3), lo cual refleja el significativo descenso de la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, desde el 1,2% de marzo hasta el 0,9% de abril, mientras que las emisiones de este tipo de valores realizadas por las instituciones financieras no monetarias disminuyeron sólo moderadamente, desde el 2,3% hasta el 2,2% en el mismo período. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM aumentó 0,2 puntos porcentuales y se situó en el 1,3% en abril (véase gráfico 8).

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en junio, siendo reflejo de las expectativas de los participantes en el mercado de subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se incrementó en junio y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes ascendió a 97 puntos básicos. Los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías disminuyeron ligeramente, mostrando posibles señales de reducción de las tensiones en el mercado monetario.

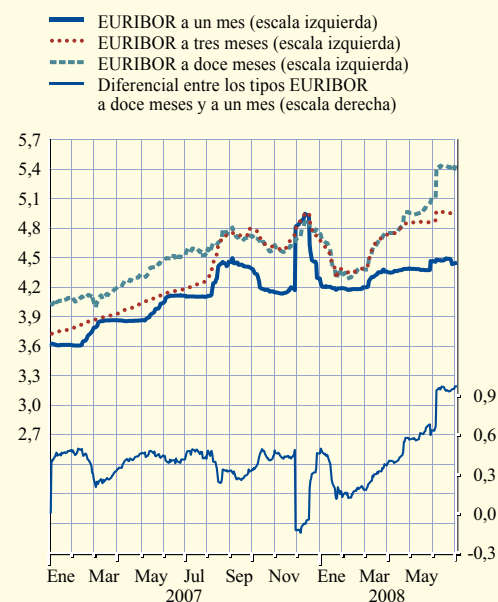
La mayoría de los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron entre el 4 de junio y el 2 de julio. Aunque el EURIBOR a un mes disminuyó 1 punto básico en este período, hasta situarse en el 4,45% el 2 de julio, los tipos EURIBOR a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron y en dicha fecha se situaron en el 4,96%, el 5,15% y el 5,42%, respectivamente, es decir, 9, 22 y 31 puntos básicos por encima de los niveles observados el 4 de junio (véase gráfico 9).

Como consecuencia de esta evolución, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes ascendió a 97 puntos básicos el 2 de julio, en comparación con 65 puntos básicos el 4 de junio (véase gráfico 9). Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario fue reflejo, principalmente, del significativo aumento de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE. Dado que este incremento de las expectativas es más pronunciado para finales del 2008 y el 2009 que para los dos próximos meses, ha afectado más a los tipos a plazos más largos que a los tipos a plazos más cortos. Los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos derivados del índice del EONIA *swap* o los tipos EUREPO) disminuyeron ligeramente, mostrando algunas señales de relajación de las tensiones en los mercados monetarios. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el índice del EONIA *swap* al mismo plazo se redujo desde 79 puntos básicos el 4 de junio hasta 65 puntos básicos el 2 de julio. El estrechamiento de estos diferenciales también influyó en la curva de rendimientos del mercado monetario sin garantías, pues tendió a reducir la inclinación de su pendiente, aunque no en una medida suficiente como para compensar la pendiente resultante de la revisión al alza de las expectativas de los mercados en relación con los tipos de interés oficiales del BCE.

El 2 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2008 y en marzo del 2009 se situaban en el 5,11%, el 5,29% y el 5,31%, respectivamente, unos aumentos de 18, 28 y 39 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 4 de junio, lo cual refleja, nuevamente, la revisión al alza de las expectativas de los mercados en relación con los tipos de interés oficiales del BCE.

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para los últimos días del quinto período de mantenimiento del 2008, que terminó el 10 de junio, en dicha fecha se llevó a cabo una operación de ajuste a un día mediante la cual el BCE absorbió 14 mm de euros y el EONIA se situó en el 4,18% (véase gráfico 10).

En los primeros días del sexto período de mantenimiento de reservas, que terminó el 8 de julio, el EONIA se estabilizó en torno al 4%. Durante este período de mantenimiento, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de contrapartida de cumplir con las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, manteniendo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. Por tanto, en las operaciones principales de financiación semanales regulares del Eurosistema, realizadas los días 10, 17 y 24 de junio y 1 de julio, el BCE adjudicó 20 mm de euros, 20 mm de euros, 35 mm de euros y 3 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. El tipo de interés marginal correspondiente a estas cuatro operaciones se situó en el 4,03%, el 4,03%, el 4,07% y el 4,10%, respectivamente. El volumen de adjudicación inusualmente elevado correspondiente a la tercera operación principal de financiación respondió a la intención de suavizar el efecto de fin de semestre. Con esta medida se logró contener la subida del EONIA el último día del semestre en 26,5 puntos básicos, aunque el tipo de interés a un día mostró la volatilidad más alta en los días previos y posteriores al 30 de junio.

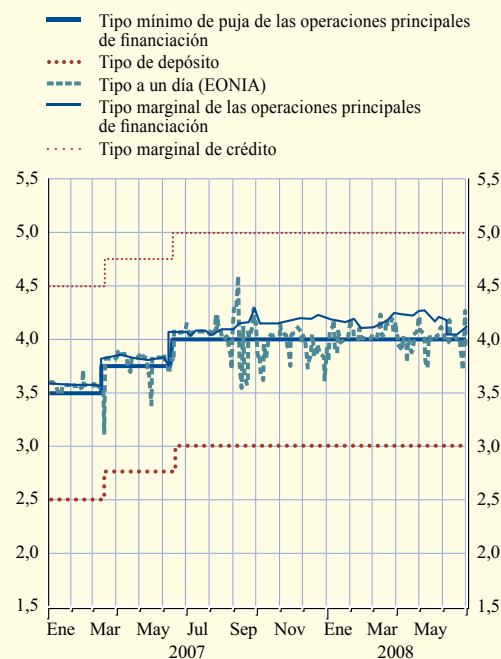
En las operaciones regulares de financiación a plazo más largo (OFPML) del Eurosistema ejecutadas los días 11 y 25 de junio (con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), el tipo de interés marginal fue del 4,6% y del 4,5%, y el tipo medio ponderado fue del 4,72% y del 4,67%, respectivamente, un aumento de 9 puntos básicos y un descenso de 1 punto básico en relación con el tipo marginal alcanzado en la OFPML anterior, llevada a cabo el 28 de mayo. El tipo de interés marginal de estas operaciones fue 36 y 46 puntos básicos, respectivamente, inferior al EURIBOR a tres meses vigente en dichas fechas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió elevándose en los principales mercados en las primeras semanas de junio, reflejo del cambio de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales. Sin embargo, a mediados de junio esta tendencia ascendente se interrumpió en la zona del euro, e incluso se invirtió en gran medida en otros de los principales mercados. Aunque las expectativas de inflación a medio y largo plazo y las relativas

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

primas de riesgo, reflejadas por las tasas de inflación implícitas, aumentaron considerablemente en la zona del euro, los correspondientes tipos forward experimentaron escasas variaciones.

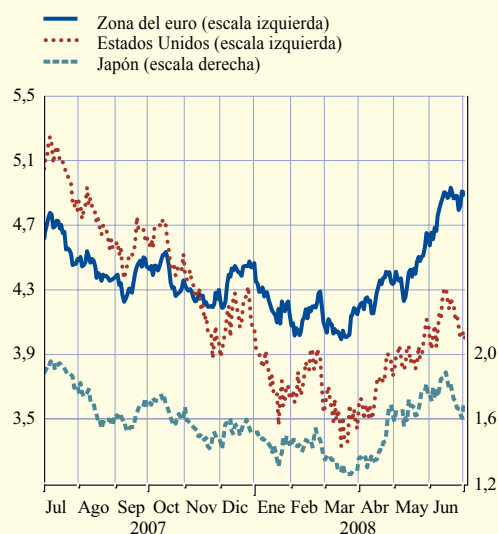
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo presentó una evolución ligeramente divergente en los principales mercados entre comienzos de mayo y principios de julio (véase gráfico 11). En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó en torno a 30 puntos básicos entre finales de mayo y el 2 de julio, fecha en la que se situó en el 4,9%. Por el contrario, en Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años disminuyó ligeramente, situándose en el 4% el 2 de julio. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió, hasta situarse alrededor de -90 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió también levemente, situándose en el 1,7% al final del período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.

En Estados Unidos, el rendimiento real a medio y largo plazo de los bonos indicados con la inflación experimentó pronunciadas fluctuaciones en el transcurso del mes de junio. Al principio del período considerado, los rendimientos reales y nominales mantuvieron la tendencia ascendente observada desde las fuertes turbulencias financieras de mediados de marzo. El rendimiento real se vio sometido a presiones al alza, como consecuencia, en cierta medida, de la revisión de la valoración de la evolución futura de los tipos de interés oficiales por parte de los inversores, ante la creciente preocupación del mercado en torno a la inflación, sobre todo a raíz de las nuevas subidas de los precios del petróleo. Sin embargo, a partir de mediados de junio los aumentos de los rendimientos reales y nominales se invirtieron, posiblemente en respuesta a los continuos descensos observados en los mercados de renta variable. Mientras que las tasas de inflación implícitas –que reflejan las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo– registraron escasas variaciones en el período examinado, las tasas de inflación implícitas a medio plazo volvieron a subir ligeramente.

En la zona del euro, el aumento del rendimiento nominal a largo plazo de la deuda pública observado en las primeras semanas de junio estuvo determinado, principalmente, por nuevos incrementos del rendimiento real a largo plazo (véase gráfico 12). A su vez, este aumento fue resultado de un importante desplazamiento al alza de la curva de tipos *forward* reales en los plazos cortos y medios, como consecuencia de la revisión de las expectativas de los inversores respecto a los tipos de interés oficiales de la zona del euro. Sin embargo, a partir de mediados de junio el rendimiento real disminuyó de forma bastante acusada, reflejo de la valoración de las perspectivas económicas por parte del mercado, a la vista de los últimos datos publicados relativos a la zona del euro y ante la reaparición de turbulencias en los mercados financieros.

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

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

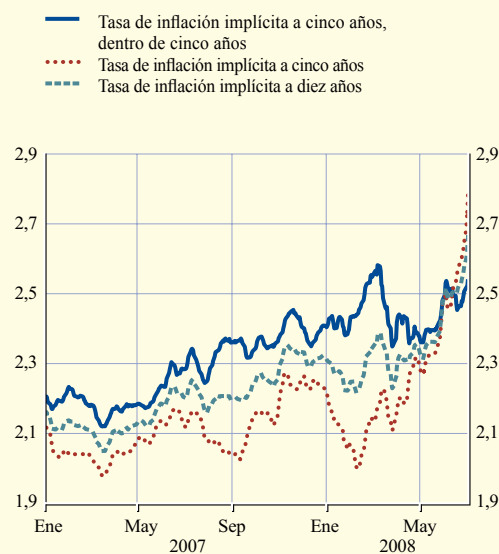
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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



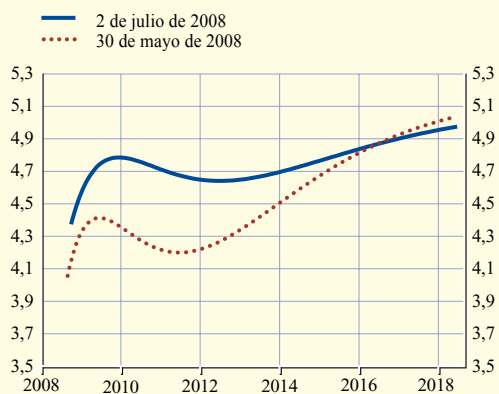
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Las tasas de inflación implícitas se elevaron considerablemente a partir de finales de mayo, especialmente en los plazos cortos y medios (véase gráfico 13). A consecuencia de este aumento, la estructura temporal de estas tasas se invirtió, como resultado, probablemente, del nivel persistentemente alto de la inflación medida por el IAPC general. En este contexto, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo prácticamente sin cambios en un nivel elevado, el 2,5%. La información contenida en los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación reflejó el alto nivel de las tasas de inflación implícitas. Las tasas de inflación implícitas a dos años aumentaron marcadamente entre finales de mayo y el 2 de julio, y las correspondientes tasas a diez años se elevaron también, hasta situarse en torno al 2,8%.

La curva de tipos *forward* nominales implícitos a un día de la zona del euro experimentó un ligero desplazamiento al alza en los plazos cortos y medios (véase gráfico 14). Parte del desplazamiento observado en los plazos más cortos de la curva fue consecuencia de la reacción de los participantes en el

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

mercado ante la conferencia de prensa celebrada al término de la reunión del Consejo de Gobierno del 5 de junio.

Los diferenciales de crédito en el mercado de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron en junio y a primeros de julio. El diferencial de rendimiento entre la renta fija privada con calificación BBB y la deuda pública aumentó unos 25 puntos básicos en el período analizado. Aunque la ampliación de los diferenciales de crédito de las empresas fue muy pronunciada para las instituciones financieras, las sociedades no financieras también tuvieron que hacer frente a cierta elevación del coste de endeudamiento en el mercado de renta fija. Los diferenciales de las instituciones financieras se mantuvieron en niveles particularmente altos, cercanos o superiores a las cotas más altas alcanzadas desde el inicio de las turbulencias financieras en el verano pasado.

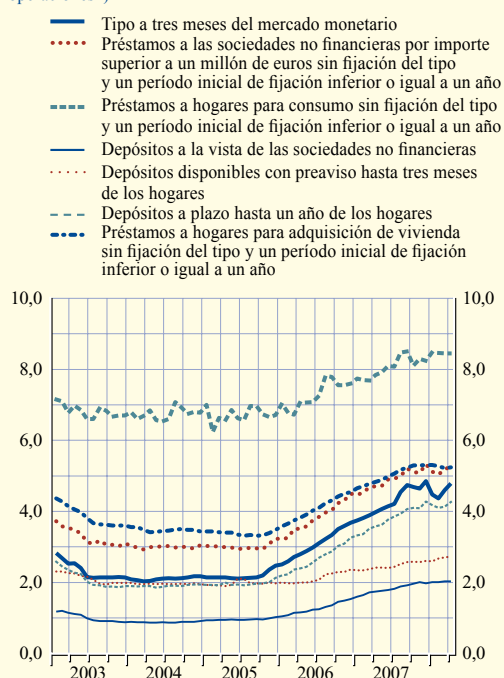
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En abril del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras aumentaron moderadamente, reflejando, sólo en parte, la subida de los tipos de interés de mercado. Desde el inicio de las turbulencias en los mercados financieros, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se han incrementado algo menos que los tipos de interés del mercado monetario, mientras que la evolución que han seguido los tipos de interés a largo plazo aplicados por dichas instituciones se ha traducido en la ampliación de los diferenciales con respecto a los rendimientos de la deuda pública. Entre junio del 2007 y abril del 2008, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo y el coste de la financiación bancaria reflejado en los rendimientos de los bonos de las IFM crecieron casi 100 puntos básicos.

En abril se produjo un aumento de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos, en un entorno de incrementos más acusados de los tipos de interés del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo (hasta un año) de los hogares y de las sociedades no financieras subieron. En cuanto a los préstamos a corto plazo a los hogares, los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda se elevaron 1 y 3 puntos básicos, respectivamente, entre marzo y abril. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos de menor y de mayor cuantía concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año au-

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

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



Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta abr 2008 ²⁾		
	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 Mar	2008 Abr	2007 Sep	2007 Dic	2008 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	3,51	3,77	4,07	4,28	4,14	4,27	20	-1	13
A plazo a más de dos años	2,71	2,73	3,08	3,09	3,02	3,12	4	3	10
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,38	2,41	2,57	2,61	2,71	2,73	16	12	2
Disponibles con preaviso a más de tres meses	3,14	3,31	3,50	3,67	3,78	3,81	31	14	3
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	1,72	1,79	1,92	1,97	2,03	2,04	12	7	1
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	3,67	3,93	4,13	4,26	4,19	4,26	13	0	7
A plazo a más de dos años	3,61	4,09	4,37	4,18	4,21	4,66	29	48	45
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,69	8,09	8,50	8,24	8,45	8,46	-4	22	1
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,78	4,99	5,23	5,31	5,21	5,24	1	-7	3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,69	4,89	5,08	5,06	4,96	4,95	-13	-11	-1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,06	6,18	6,50	6,63	6,55	6,55	5	-8	0
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	5,29	5,53	5,92	6,08	5,91	6,03	11	-5	12
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,83	5,00	5,24	5,28	5,22	5,22	-2	-6	0
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,68	4,90	5,21	5,33	5,18	5,29	8	-4	11
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,86	5,17	5,43	5,47	5,34	5,42	-1	-5	8
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,89	4,15	4,74	4,85	4,60	4,78	4	-7	18
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,94	4,45	4,10	4,05	3,54	3,86	-24	-19	32
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,95	4,57	4,19	4,14	3,65	4,00	-19	-14	35

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

mentaron en torno a 10 puntos básicos, mientras que los tipos de los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras se mantuvieron sin variación. Esta evolución obedece, en parte, al ascenso de 18 puntos básicos que registró el tipo a tres meses del mercado monetario en abril.

Adoptando una perspectiva a más largo plazo, entre junio del 2007 y abril del 2008, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario subió 64 puntos básicos, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron 49 y 33 puntos básicos, respectivamente. Al mismo tiempo, los tipos de los préstamos a hogares para consumo

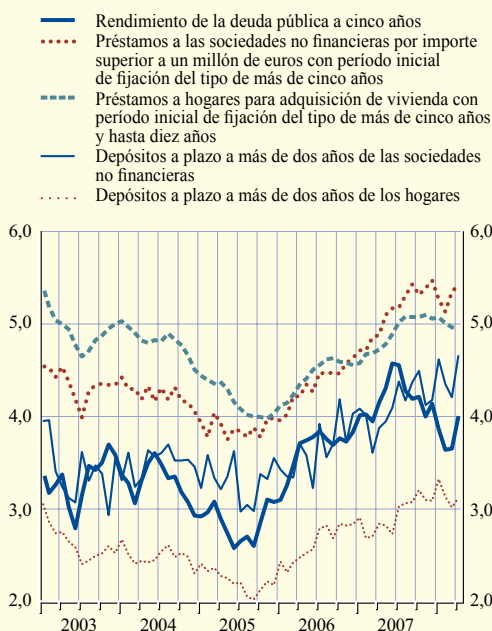
y para adquisición de vivienda se incrementaron 37 y 25 puntos básicos, respectivamente, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos hasta un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se elevaron 50 puntos básicos. En conjunto, desde el estallido de las tensiones en los mercados de crédito a mediados del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM han ascendido algo menos que los tipos de interés del mercado monetario, lo cual implica que no se ha repercutido en su totalidad el aumento para las entidades de crédito de los costes de financiación mayorista y mediante titulizaciones derivado de las continuas alteraciones registradas en los mercados interbancarios.

En abril del 2008, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron 10 y 45 puntos básicos, respectivamente (véanse cuadro 4 y gráfico 16). Estos incrementos de los tipos de los depósitos deben considerarse en un contexto de subidas de 32 y 35 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años, respectivamente, en el mismo período. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación. Los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos concedidos a este último sector por importe superior a un millón de euros experimentaron un ascenso moderado, de 8 puntos básicos (véase gráfico 16), mientras que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo registraron un repunte más acusado.

Si se considera la evolución con horizontes más lejanos se observa que los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos han aumentado desde junio del 2007. Los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años registraron un ascenso de 35 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, los tipos de interés aplicados por las IFM se incrementaron 22 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros, mientras que los tipos de los préstamos de importe más elevado subieron 26 puntos básicos. Esta evolución contrasta con el acusado descenso que han experimentado durante el mismo período los rendimientos de la deuda pública, que ha sido de 57 y de 59 puntos básicos en el caso de la deuda a cinco y a dos años, respectivamente. Por consiguiente, los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y los rendimientos de la deuda pública se han ampliado considerablemente desde el estallido de las turbulencias financieras, como consecuencia del aumento del coste de financiación de las entidades de crédito.

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

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

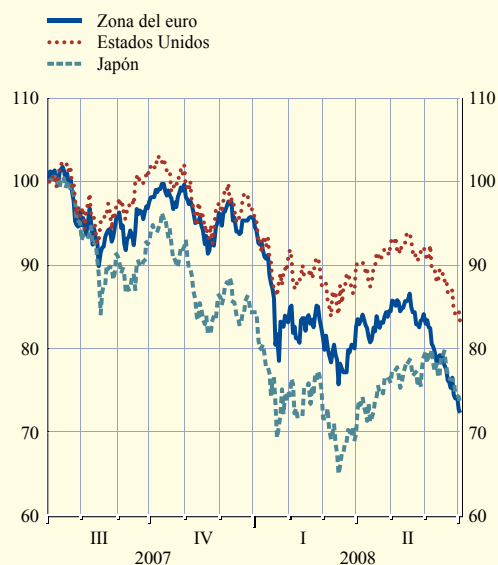


Fuente: BCE.

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

Gráfico 17 Índices bursátiles

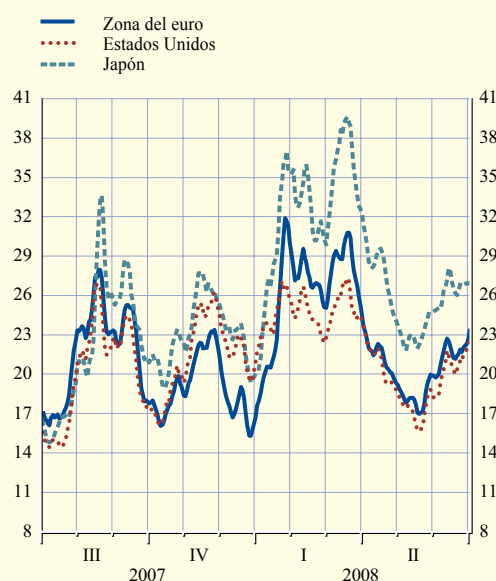
(índice: 1 julio 2007 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles experimentaron un fuerte descenso en los principales mercados entre finales de mayo y principios de julio. En la zona del euro y en Estados Unidos, los precios de las acciones alcanzaron el nivel más bajo observado desde la aparición de las turbulencias financieras en el pasado verano, como consecuencia de la subida de los precios de los bienes intermedios y de la disminución de los beneficios efectivos de las empresas, que influyeron en la valoración de las acciones. También puede haber aumentado recientemente la preocupación de los inversores respecto a las perspectivas económicas. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, creció ligeramente en los principales mercados entre finales de mayo y comienzos de julio.

Los índices bursátiles amplios registraron fuertes pérdidas en los principales mercados en junio y a principios de julio (véase gráfico 17). Entre finales de mayo y el 2 de julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 14%, un 10% y un 7%, respectivamente. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció ligeramente en los principales mercados, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos alcanzados en marzo (véase gráfico 18).

En Estados Unidos, los mercados bursátiles retrocedieron en el período considerado, ante la debilidad de los beneficios efectivos publicados, en particular, por los principales bancos del país. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 volvió a descender en junio, hasta el -4%, manteniéndose pues en valores negativos. Al mismo tiempo, la previsión de crecimiento de los beneficios para los próximos doce meses se elevó ligeramente, lo que da a entender que los analistas esperan, en general, que la reducción de los beneficios sea de corto duración. Las expectativas de crecimiento de los beneficios a más largo plazo seguían siendo buenas en junio.

En la zona del euro, parece que los principales factores que influyeron en la valoración de las acciones fueron el desplazamiento al alza de la estructura temporal de los tipos de interés, las persistentes presiones sobre los precios de los bienes intermedios en el sector empresarial y el nuevo descenso del crecimiento de los beneficios efectivos. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyó en junio por sexto mes consecutivo, aunque sigue siendo vigorosa, ya que se sitúa en el 7%, y los analistas esperan que se mantenga así. Más concretamente, el crecimiento de los beneficios esperados para los próximos doce meses y para horizontes de tres a cinco años se elevó en junio, situándose en torno a un sólido 8%. Aunque las cotizaciones bursátiles bajaron notablemente en todos los sectores del índice en junio y a primeros de julio, los peores resultados se observaron en el sector financiero, que registró una caída del 18% del precio de las acciones, frente a un retroceso del 13% en el sector no financiero. El deterioro de las perspectivas de las instituciones financieras de la zona del euro se reflejó también en las recientes estimaciones del coste del capital para este sector (véase recuadro 2).

La volatilidad implícita creció en los principales mercados, señal de cierto aumento de la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones. Sin embargo, pese a que en el período examinado las cotizaciones bursátiles de la zona del euro alcanzaron su cota más baja del presente año, la incertidumbre de los mercados de renta variable se mantuvo muy por debajo de los niveles observados ante las fuertes caídas de los precios de las acciones registradas en marzo.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COSTE DEL CAPITAL PARA LAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO

En principio, las empresas pueden acceder a la financiación externa mediante la emisión de acciones o mediante la asunción de deuda. La elección entre ambas alternativas se ve afectada por múltiples factores, como la tributación, el coste de dificultades financieras o los costes relativos de otras fuentes alternativas de financiación. En este recuadro se presentan estimaciones del coste del capital para los sectores financiero y no financiero de la zona del euro, que han sufrido los efectos de las turbulencias financieras en grados considerablemente distintos.

A diferencia del coste de la mayoría de las formas de deuda (en particular, los tipos de interés aplicables a los préstamos bancarios y a la emisión de valores de renta fija privada), el coste del capital no puede observarse directamente y, por tanto, debe medirse utilizando un modelo cuantificable. El método estándar de valoración de acciones es el modelo de descuento de dividendos, según el cual el precio actual de las acciones de cualquier empresa es igual al valor de los pagos de dividendos esperados, descontado utilizando la tasa de rendimiento que exigen los inversores para mantener las acciones. Esta tasa mide el coste del capital. En este recuadro se aplica el citado modelo de descuento de dividendos con el enfoque recomendado por Fuller y Hsia¹, que asume que el creci-

miento de los beneficios empresariales se desarrolla en tres etapas. En la primera etapa, que se supone que dura cuatro años, se espera que los beneficios crezcan a una tasa real que se establece que sea igual a las previsiones de crecimiento a tres o cinco años vista («largo plazo») de los beneficios por acción realizadas por los analistas del I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System), menos las previsiones de inflación media a cinco años vista de Consensus Economics. La segunda etapa es un período transitorio (que se supone de ocho años), en el que se prevé que el crecimiento de los beneficios se ajuste de manera lineal a una tasa de crecimiento a largo plazo constante de los beneficios empresariales, que se asume que se mantiene en la tercera etapa infinita. Se supone que la tasa real de crecimiento a largo plazo de los beneficios es idéntica en ambos sectores y se sitúa en un nivel constante del 2,25%, valor que se encuentra dentro del intervalo de las estimaciones de crecimiento potencial de la economía de la zona del euro.

Utilizando la información disponible a nivel sectorial sobre la rentabilidad por dividendo y las expectativas de crecimiento a largo plazo de los analistas, es posible obtener el coste del capital para las instituciones financieras y las sociedades no financieras. El gráfico A, que presenta el coste estimado del capital correspondiente a los dos sectores durante el período de la muestra, comprendido entre enero del 2002 y junio del 2008, pone de manifiesto dos aspectos. En primer lugar, el coste del capital ha evolucionado de forma paralela en los dos sectores, en términos generales, registrándose los valores máximos a finales del 2002 y a principios del 2003, tras el estallido de la burbuja tecnológica y el deterioro general de la tolerancia al riesgo de los inversores. En segundo lugar, aunque el coste del capital para el sector financiero (principalmente entidades de crédito) ha rondado sistemáticamente niveles más altos que en el caso del sector no financiero, el diferencial disminuyó entre el 2004 y el 2007. En cambio, el reciente repunte que han experimentado los costes de financiación mediante acciones, como consecuencia de las turbulencias financieras, ha sido mucho más acusado en el caso de las instituciones financieras que en el de las sociedades no financieras.

Probablemente hay dos razones que explican el reciente aumento del diferencial entre el coste del capital de los sectores financiero y no financiero. La primera se refiere a la evolución relativa de los beneficios, pues las turbulencias de los mercados financieros han tenido una incidencia mayor en los beneficios del sector financiero que en los de las sociedades no financieras. A raíz de dichas turbulencias, las cotizaciones de las acciones de las instituciones financieras registraron un descenso más acusado, tras un prolongado período de resultados continuamente mejores en los años anteriores². La

Gráfico A Coste del capital para las empresas de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream, Reuters, Consensus Economics y cálculos del BCE.

1 Véase R. J. Fuller y C. C. Hsia (1984), «A simplified common stock valuation model», Financial Analysts Journal, septiembre-octubre, pp. 49-56. Véase también el recuadro titulado «Un modelo de descuento de dividendos en tres etapas para la zona del euro», en el artículo «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros» del Boletín Mensual de noviembre del 2004.

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

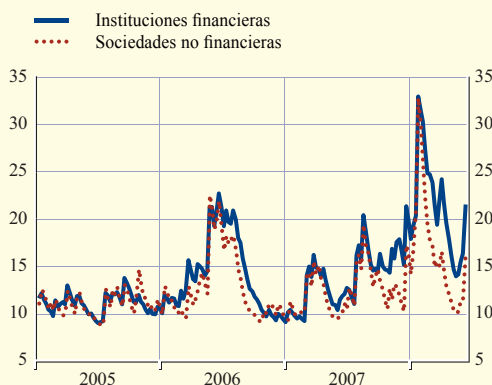
segunda razón es que la incertidumbre permanente acerca de la magnitud de los saneamientos registrados en los balances de las entidades de crédito puede haber contribuido también a aumentar la incertidumbre de los inversores en relación con el crecimiento futuro de los beneficios, con la consiguiente subida de las primas de riesgo de las acciones y, por tanto, del coste del capital³.

Asimismo, en relación con la evolución relativa de los beneficios, debe señalarse que los precios de las acciones del sector financiero fluctuaron más en los últimos meses que las cotizaciones de las sociedades no financieras (véase gráfico B). En la medida en que estas fluctuaciones se debieron a factores de riesgo sistemático, no puede descartarse que los inversores hayan exigido un rendimiento esperado más elevado en el caso de las instituciones financieras, por su mayor volatilidad, que en el de las sociedades no financieras.

En conjunto, la evidencia que se presenta en este recuadro demuestra que es especialmente importante diferenciar los indicadores del coste del capital de cada sector en el entorno actual de turbulencias en los mercados financieros. Dichas turbulencias generaron un pronunciado aumento del coste del capital para las instituciones financieras, que se situó en niveles bastante cercanos a los máximos registrados en el período 2002-2003. Sin embargo, el incremento de los costes de financiación mediante acciones ha sido, hasta el momento, mucho más moderado en el caso de las sociedades no financieras, lo cual ha contribuido a que las condiciones de financiación en este sector sigan siendo relativamente favorables todavía, en términos generales. En cualquier caso, la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras se ha mantenido en cotas moderadas en los últimos años, mientras que el dinamismo continuado de la financiación mediante préstamos ha impulsado los niveles de apalancamiento. En cambio, las turbulencias financieras han aumentado las presiones para reforzar los niveles de capital de las instituciones financieras, a pesar de que actualmente el coste de las acciones de este sector es más elevado.

Gráfico B Volatilidad de las cotizaciones bursátiles de las empresas de la zona del euro

(en porcentaje; datos semanales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Las medidas de la volatilidad se estiman utilizando el modelo GARCH (1,1).

3 El coste del capital puede entenderse como la suma del tipo de interés sin riesgo y la prima de riesgo de las acciones.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha vuelto a subir, hasta el 4%, en junio del 2008, desde el 3,7% de mayo, como consecuencia, muy probablemente, de los nuevos aumentos de los precios de la energía. Las acentuadas y persistentes presiones externas sobre los precios, derivadas de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias, unidas a la intensificación de las presiones latentes internas y a la aceleración del crecimiento de los salarios, apuntan a un prolongado periodo de elevadas tasas de inflación internacional. 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 de la zona del euro se mantendrá muy por encima del 2% durante cierto tiempo, antes de moderarse de forma gradual en el 2009.

Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo claramente alcistas y han vuelto a crecer en los últimos meses. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos. Existe también una fuerte preocupación de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas a través de efectos de segunda vuelta generalizados. Asimismo, existen posibles riesgos al alza derivados de incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro alcanzó el 4% en junio del 2008, desde el nivel ya históricamente alto del 3,7% registrado en mayo (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de junio, los datos nacionales apuntan a la persistencia de fuertes incrementos interanuales de los precios de los alimentos y, sobre todo, de la energía.

En mayo, la notable contribución del componente energético fue el principal factor determinante del aumento de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro, hasta el 3,7%, desde el 3,3% de abril (véase gráfico 19). La tasa de variación interanual de los precios de la energía se elevó de forma significativa en mayo, hasta el 13,7%, desde el 10,8% de abril, como resultado, principalmente, de los incrementos intermensuales de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (es decir, los combustibles para la calefacción y el transporte), que alcanzaron máximos históricos. Esta evolución estuvo determinada por el reciente repunte de los precios del crudo y por

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

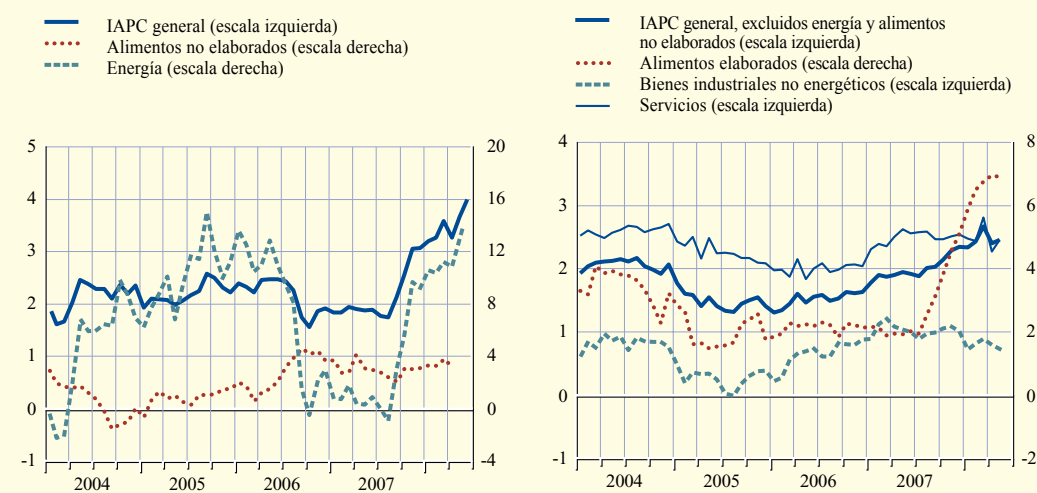
	2006	2007	2008 Ene	2008 Feb	2008 Mar	2008 Abr	2008 May	2008 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,1	3,2	3,3	3,6	3,3	3,7	4,0
Energía	7,7	2,6	10,6	10,4	11,2	10,8	13,7	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,3	3,3	3,8	3,1	3,9	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	5,9	6,5	6,8	7,0	6,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,4	2,8	2,3	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	2,8	5,1	5,4	5,8	6,2	7,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	62,4	64,1	66,1	69,8	80,1	85,9
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	10,4	15,0	10,3	5,8	6,0	9,6

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

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

Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

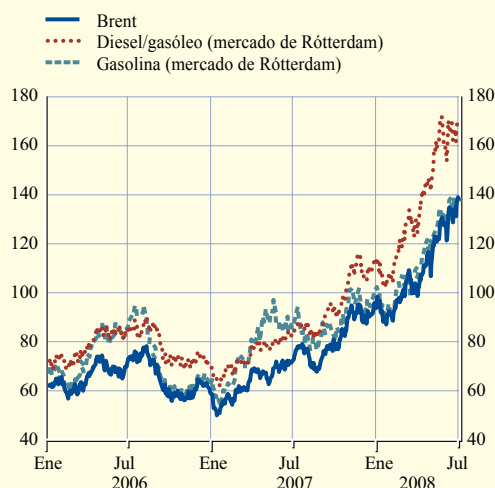
el aumento de los márgenes del refino, especialmente para el diesel (véase recuadro 3). Por otro lado, se aprecian señales de movimientos al alza de los precios de los productos energéticos no derivados del petróleo, en particular del gas, que tienden a reaccionar con cierto retraso a la evolución de los precios del petróleo.

Recuadro 3**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE LOS PRODUCTOS ENERGÉTICOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO**

El difícil equilibrio entre la oferta y la demanda ha disparado recientemente los precios del petróleo hasta niveles sin precedentes, que han dado lugar a fuertes aumentos de los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo (en particular, los combustibles para automóviles –gasolina y diesel– y el combustible para calefacción). En este recuadro se examina la relación entre los precios del petróleo en los mercados mundiales y los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo en la zona del euro. Cabe observar que los precios del petróleo en los mercados mundiales son habitualmente precios en dólares. En los últimos años, las subidas de los precios del petróleo en euros han sido menos acusadas. Existen varios factores adicionales que pueden incidir en el canal de transmisión. En primer lugar, antes de que los consumidores puedan utilizarlo, el crudo ha de suministrarse a las refinerías, donde debe refinarse para obtener gasolina o gasóleo (para diesel o combustible de calefacción). En segundo lugar, los productos refinados deben distribuirse desde las refinerías al comercio minorista. Por último, el precio que recibe el minorista es distinto del precio que paga el consumidor, debido a los impuestos especiales y los impuestos sobre el valor añadido que gravan el producto. El presente recuadro se centra principalmente en la evolución de los márgenes de refino y en las posibles implicaciones para la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

Gráfico A Precios del crudo y del refino de petróleo en el mercado de Róterdam

(dólares/barril)

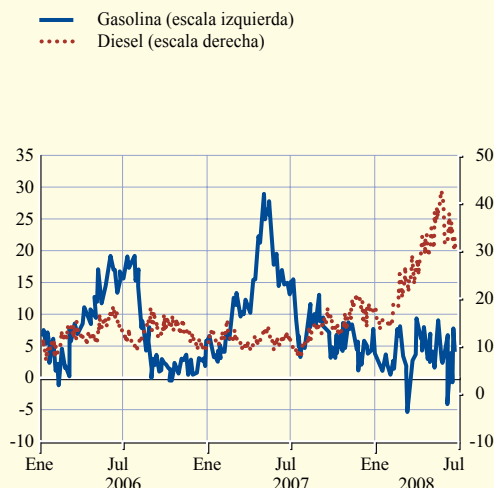


Fuente: Reuters.

Nota: A partir de enero del 2007, los datos se refieren a la gasolina de 10 ppm.

Gráfico B Márgenes de refino

(dólares/barril)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los márgenes de refino se calculan como la diferencia entre el precio del refino de petróleo en el mercado de Róterdam y el precio del Brent.

Evolución de los márgenes de refino

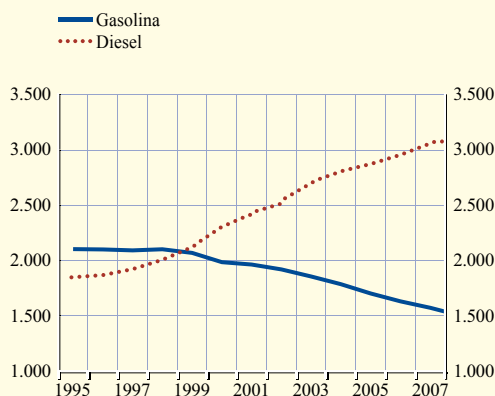
En el gráfico A se examina la relación entre el precio del crudo y el de los productos refinados, observándose que estos precios presentan en general, aunque no siempre, movimientos coincidentes. Sin embargo, en los seis últimos meses los precios del diesel han subido mucho más rápidamente que los de la gasolina y del propio crudo. De hecho, si se examina la evolución del «margen de refino», es decir, la diferencia entre el precio de un barril de producto refinado y el de un barril de crudo, se ve claramente que el margen del diesel se ha elevado considerablemente en los últimos meses, hasta el máximo alcanzado en mayo del 2008 (véase gráfico B). Los márgenes de refino han mostrado generalmente una gran volatilidad en los últimos años, y se produjo un fenómeno similar en el mercado de la gasolina en abril del 2007.

El mercado del diesel ha experimentado recientemente fuertes tensiones. Pese a los altos precios registrados en los últimos tiempos, la demanda de diesel ha seguido aumentando, aunque a un ritmo más lento que en los diez últimos años, período durante el cual ha crecido mucho más rápidamente que la demanda de gasolina en los países de la zona del euro (véase gráfico C). La demanda de diesel también se ha visto afectada por la notable expansión de los coches diesel, que representan ahora más de la mitad de las nuevas matriculaciones de automóviles en la zona del euro. El diesel es también el combustible más utilizado en el sector del transporte por carretera. Asimismo, se ha observado una demanda muy elevada de diesel en las economías emergentes, especialmente en China, país en el que la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda de diesel crecerá un 10% en el 2008.

Por el lado de la oferta, esta fuerte demanda ha ejercido una presión que se ha agudizado como consecuencia de huelgas y de otras perturbaciones, y las refinerías europeas no han podido satisfacer la demanda. En junio del 2008, por ejemplo, Europa importó más de 900.000 toneladas de gasóleo.

Gráfico C Demanda de gasolina y de diesel en la zona del euro

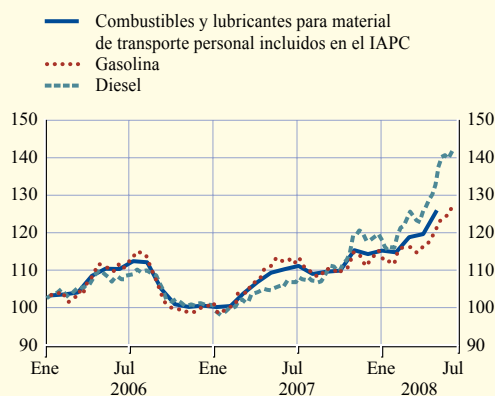
(miles de barriles/día)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y cálculos del BCE.

Gráfico D Precios de consumo de la energía para el transporte

(índice: 2005 = 100)



Fuentes: Eurostat, Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Aunque esta presión podría relajarse en los próximos meses, a medida que vayan desapareciendo los factores transitorios, las tensiones en los mercados han influido notablemente en la evolución reciente de los márgenes de refino.

Otro factor que puede haber influido en la evolución de los márgenes de refino del diesel es la mejor calidad (es decir, el menor contenido de azufre) del diesel que se vende en los mercados europeos. El hecho de que se pueda producir diesel con bajo contenido de azufre a partir de crudo con alto contenido de azufre sólo en refinerías especializadas, y que el diferencial entre los precios del crudo con bajo y con alto contenido de azufre se haya ampliado, puede haber sido origen de presiones adicionales sobre los márgenes de refino.

Impacto sobre los precios de consumo de la energía

El impacto de la evolución divergente de los márgenes de refino de la gasolina y del diesel sobre los precios de consumo de los productos energéticos queda reflejado en el gráfico D, que muestra la evolución de las series del IAPC relativas a la energía para el transporte, así como los precios de la gasolina y del diesel procedentes del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea. A diferencia del periodo comprendido entre mediados del 2006 y mediados del 2007, en el que los precios de la gasolina crecieron más rápidamente que los del diesel, debido a la elevación de los márgenes de refino de la gasolina (véase gráfico B)¹, desde el final del 2007 los precios del diesel han aumentado mucho más que los de la gasolina. A consecuencia de ello, la brecha que separaba anteriormente los precios de la gasolina de los del diesel se ha prácticamente cerrado, pese a la existencia de una diferencia media de unos 20 céntimos por litro en los impuestos sobre ambos productos.

Los datos del Boletín Petrolífero semanal proporcionan información sobre los precios antes y después de impuestos, por lo que es posible obtener un indicador de los márgenes de distribución y del comercio minorista. El indicador se calcula como la diferencia entre los precios de consumo, exclu-

¹ Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

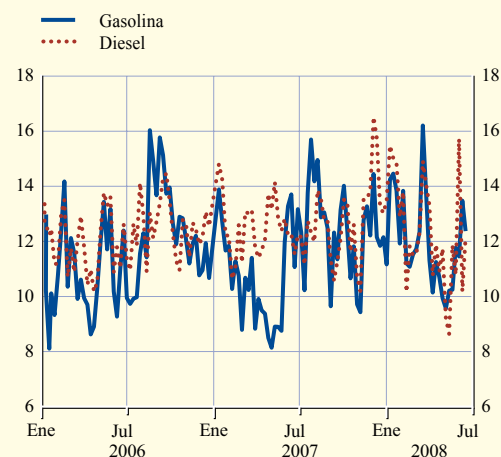
dos impuestos, y el precio de los productos del refino del petróleo. El gráfico E sugiere que, aunque los márgenes de distribución y del comercio minorista han registrado cierta volatilidad a corto plazo, en general no han mostrado una tendencia clara en los últimos tiempos. El hecho de que la evolución de los precios de los productos del refino suele transmitirse completamente a los precios de consumo con cierto retraso (aproximadamente de tres a cinco semanas) induce a pensar que los márgenes del comercio minorista amortiguan, en cierta medida, el aumento de los precios al principio de la cadena de producción (es decir, los precios del crudo y del refino del petróleo).

Otro factor que puede afectar a los precios de consumo final lo constituyen los impuestos, que representan una proporción muy significativa de estos precios (actualmente, cerca del 60% y del 50%, respectivamente, de los precios de consumo final de la gasolina y del diesel)². Sin embargo, los impuestos parecen haber desempeñado un papel menos importante en la evolución reciente de los precios de consumo de los productos energéticos, debido, principalmente, al hecho de que, en los últimos años, los impuestos especiales y los impuestos sobre el valor añadido que gravan los combustibles no han registrado, en promedio, grandes cambios en la zona del euro. No obstante, los impuestos sobre el valor añadido se mueven automáticamente en correlación con los precios antes de impuestos, ya que son un porcentaje de los mismos. Así pues, aunque la proporción total absoluta de los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo que corresponde a los impuestos ha aumentado ligeramente en los últimos años, como resultado de los impuestos sobre el valor añadido, la proporción de los impuestos en los precios de consumo final ha disminuido, ya que el precio del crudo y del refino del petróleo se ha elevado, como consecuencia de la relativa estabilidad de los impuestos especiales.

En síntesis, el repunte de los precios de consumo de los productos energéticos derivados del petróleo se debe, principalmente, a la evolución del crudo y de los productos del refino del petróleo. En particular, los precios del diesel han subido más que los precios de la gasolina, como resultado del fuerte aumento del margen de refino del diesel. Más adelante en la cadena de precios, para el promedio de la zona del euro existe escasa evidencia de que los márgenes de distribución y del comercio minorista hayan contribuido de forma significativa a la elevación de los precios de consumo.

Gráfico E Indicadores de los márgenes de distribución y del comercio minorista

(céntimos/litro)



Fuentes: Reuters, Comisión Europea y cálculos del BCE.

2 Para el promedio de la zona del euro, los impuestos sobre el diesel eran menos elevados que los de la gasolina. Así pues, aunque la producción de refino del diesel era generalmente más cara, hasta hace poco los precios de consumo de este combustible eran mucho más bajos que los de la gasolina. En el 2007, los impuestos representaban, en promedio, cerca del 60% de los precios de la gasolina, mientras que el crudo y el refino del petróleo sumaban el 30%, y los márgenes de distribución y del comercio minorista representaban en torno al 10%. Para el diesel, los porcentajes se situaban en el 50%, el 35% y el 12%, respectivamente.

En mayo, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados experimentó también un acusado aumento, hasta el 3,9%, desde el 3,1% de abril. Este aumento estuvo originado, fundamentalmente, por la volatilidad de los precios de las frutas y hortalizas. Asimismo, en los últimos meses se ha venido observando una leve tendencia al alza de los precios de la carne, reflejo, en cierta medida, de la mayor presión sobre los costes de los bienes intermedios generada por la subida de los precios de los piensos. Tras crecer durante nueve meses consecutivos, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó ligeramente en mayo, como reflejo, en gran parte, del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los productos lácteos. Aunque la evolución a corto plazo (medida por las tasas de variación intermensual) de los precios de varios alimentos elaborados ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos meses, en términos interanuales la inflación en los precios de los alimentos elaborados se ha mantenido en niveles históricamente altos. Si no se producen nuevas perturbaciones, se espera un descenso gradual en el segundo semestre del año, como consecuencia de importantes efectos de base favorables derivados de los fuertes incrementos del año pasado.

Si se excluyen la energía y todos los alimentos (que representan, en conjunto, cerca del 30% de la cesta del IAPC), la inflación medida por el IAPC se elevó ligeramente, hasta el 1,7%, en mayo, reflejo del nuevo aumento de la inflación en los precios de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios volvió a alcanzar el 2,5%, nivel en torno al cual ha venido oscilando, en general, desde comienzos del 2007. Este incremento fue resultado, en parte, de los efectos de calendario relacionados con el hecho de que la Semana Santa cayó este año en fechas más tempranas, lo que ha repercutido, por ejemplo, en las vacaciones organizadas y en los servicios de transporte aéreo en los últimos meses. Más allá de esta volatilidad a corto plazo, la evolución de los precios de algunas categorías de servicios parece indicar que la intensificación de las presiones sobre los costes derivadas de las subidas de los precios del petróleo y de los alimentos está empezando a transmitirse. En particular, la tasa de variación interanual del índice general de precios de los servicios de transporte aumentó sensiblemente en mayo, alcanzando su nivel más alto desde diciembre del 2001. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios de hostelería fue la más elevada observada desde diciembre del 2002. En cambio, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a descender, hasta el 0,7%. Este componente siguió registrando una evolución moderada, pese a la acumulación de importantes presiones latentes no salariales en el sector de bienes industriales.

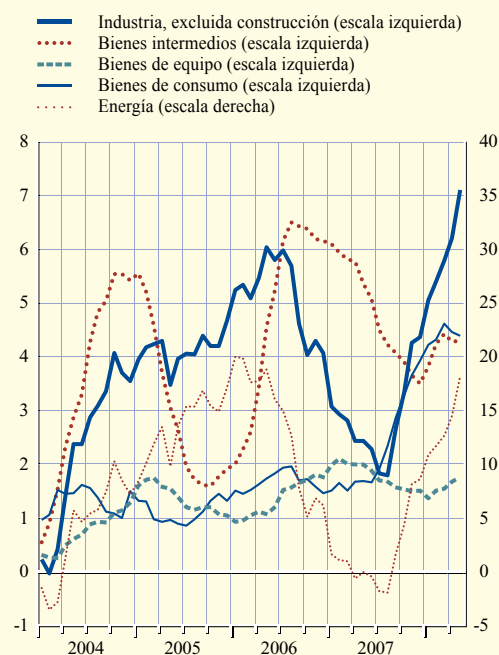
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En mayo del 2008, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se disparó desde el 6,2% de abril hasta el 7,1%, la tasa más alta alcanzada desde noviembre de 1982, (véase gráfico 20). Al igual que en el mes anterior, esta subida fue resultado, casi enteramente, del fuerte aumento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía (hasta el 18,2%), cuya tasa de variación intermensual registró un incremento sin precedentes, del 4,1%, como consecuencia del repunte de los precios del petróleo y de la depreciación del euro frente al dólar observados en mayo.

Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación en los precios industriales se elevó al 3,8% en mayo, reflejo del ligero aumento que experimentaron los precios de los bienes de equipo por segundo mes consecutivo, hasta el 1,8%, la tasa media registrada en el 2007. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se mantuvo estable en mayo. Sin embargo, la evolución a corto plazo de este componente sugiere la existencia de crecientes presiones al alza en las primeras fases de la cadena de producción. Estas presiones proceden del alza de los precios de las materias primas indus-

Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales

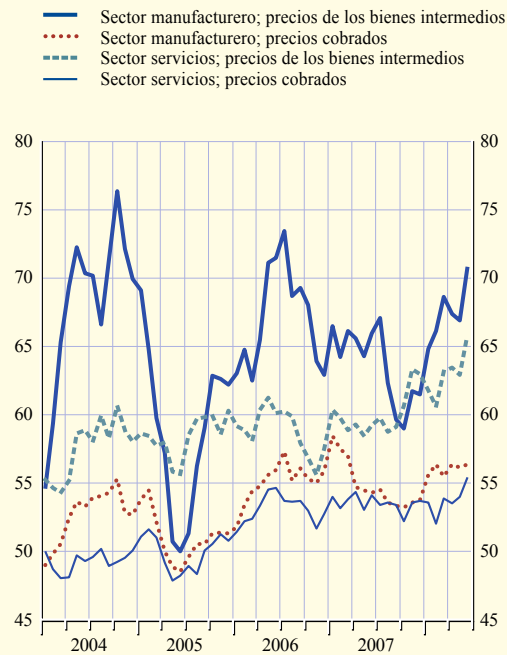
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

triales, sobre todo los metales, así como del aumento de los costes de flete, debido al encarecimiento del petróleo. En fases más adelantadas de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo volvió a disminuir ligeramente en mayo, reflejo de cierta reducción de la tasa de variación interanual de los precios de producción de los alimentos, hasta el 9,6%, desde el 9,9% de abril. Este segundo descenso consecutivo de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos, que había estado ascendiendo de forma ininterrumpida desde junio del 2007 (2,9%) hasta marzo del 2008 (10,1%, su nivel máximo), apunta a una atenuación gradual de las presiones sobre los precios al por menor de los alimentos. No obstante, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos podría mantenerse en niveles elevados durante cierto tiempo, ya que las presiones latentes acumuladas todavía no se han trasladado completamente a los precios de consumo de los alimentos. Si se excluyen el tabaco y los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se incrementó ligeramente, aunque se mantiene en niveles cercanos a las tasas observadas desde principios del 2007, lo que sugiere una transmisión todavía moderada de la elevación de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

Los últimos datos sobre fijación de precios por las empresas, procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras, apuntan a un aumento de las presiones inflacionistas latentes en los sectores de manufacturas y de servicios (véase gráfico 21). En junio del 2008, los indicadores de costes de los bienes intermedios, que ya eran altos, se elevaron de forma significativa, hasta niveles no alcanzados desde hacía unos dos años en las manufacturas y más de siete años en los servicios. Los encuestados atribuyeron estos ascensos al encarecimiento de los precios de las materias primas (especialmente, el

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

petróleo, la energía y los metales). También parecen persistir las presiones sobre los precios de producción. En el sector manufacturero, el índice de precios cobrados se mantuvo en junio en niveles históricamente elevados. En el sector servicios, tras fluctuar en cotas altas durante cerca de dos años, el índice de precios de producción volvió a subir en junio, hasta alcanzar el valor más alto registrado desde noviembre del 2000. En ambos sectores, el aumento más moderado de los precios cobrados en relación con el de los costes de los bienes intermedios observado desde mediados del 2007 sigue sugiriendo 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

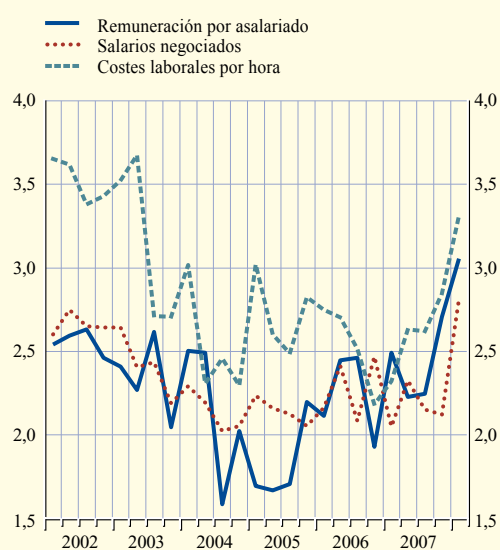
Tras observarse una evolución moderada de todos los indicadores de costes laborales de la zona del euro en la mayor parte del 2007, con ciertos indicios de aceleración en el último trimestre, la información más reciente señala un nuevo repunte del crecimiento salarial en el primer trimestre del 2008 (véase cuadro 6).

Tal y como apuntaban los primeros datos sobre salarios negociados, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó un 3,3% en el primer trimestre del 2008, lo que representa un marcado incremento en relación con la tasa del 2,8% observada en el trimestre anterior y con la tasa media del 2,6% registrada en el 2007 (véase gráfico 22). El repunte del crecimiento de los costes laborales por hora se explica, básicamente, por el ascenso de la tasa de crecimiento interanual de los costes salariales, que alcanzó el 3,7%. La tasa de crecimiento de otros costes laborales (principalmente, las cotizaciones sociales) se elevó también, aunque en menor medida.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se incrementó también en el primer trimestre del 2008, hasta el 3,1%, desde el 2,7% del cuarto trimestre del 2007. En comparación con los

Gráfico 22 Indicadores de costes laborales

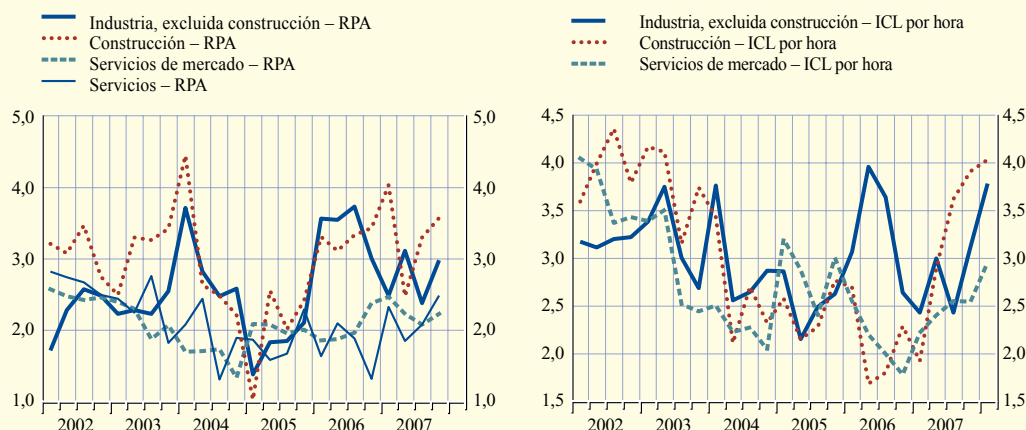
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

datos anteriores, las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado se han revisado al alza y apuntan a un aumento ligeramente más rápido del crecimiento salarial en el último trimestre del año (con una importante revisión al alza, de unos 0,2 puntos porcentuales). Esta elevación se compensó, sólo en parte, con una ligera recuperación del crecimiento de la productividad en el primer trimestre del 2008 (hasta el 0,6%, desde el 0,4% del trimestre precedente). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se situó en el 2,4%, el nivel más alto alcanzado en cinco años. Por sectores, el incremento del crecimiento de los costes laborales por hora en el primer trimestre del 2008 se observó sobre todo en la industria (hasta el 3,7% en tasa interanual, desde el 3,1% del trimestre anterior) y, en menor medida, en la construcción y los servicios de mercado (véase gráfico 23).

Las crecientes presiones salariales parecen reflejar una combinación de factores, entre los que cabe destacar la presencia de mayores tensiones en los mercados de trabajo, la existencia de sistemas de indicación de los salarios nominales (que vinculan los salarios a la evolución pasada de los precios) y una menor moderación salarial. La aceleración del crecimiento salarial es otra señal de intensificación de las presiones inflacionistas internas, que ha de ser objeto de un atento seguimiento. El riesgo de que se produzca una espiral inflacionista de precios y salarios es muy alto en los países de la zona del euro en los que existe alguna forma de indicación automática de los salarios en el sector privado. De cara al futuro, cabe esperar que siga aumentando el crecimiento de los costes laborales en el 2008, como consecuencia de la eliminación gradual de las políticas encaminadas a reducir las cotizaciones sociales y de un mayor crecimiento efectivo de los salarios. Al mismo tiempo, se espera que el débil crecimiento de la productividad genere un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Tal y como se explica de forma detallada en el recuadro 4, las últimas estimaciones disponibles para la zona del euro sugieren que la moderación general de los precios de los inmuebles residenciales, con respecto al máximo alcanzado a mediados del 2005, se ha mantenido hasta finales del 2007.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Tras la fuerte expansión experimentada en años anteriores, la evolución del mercado de la vivienda se ha ido moderando de forma bastante constante en la zona del euro a partir de mediados del 2005. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, en relación con la evolución de los factores que influyen en la oferta y la demanda de vivienda¹.

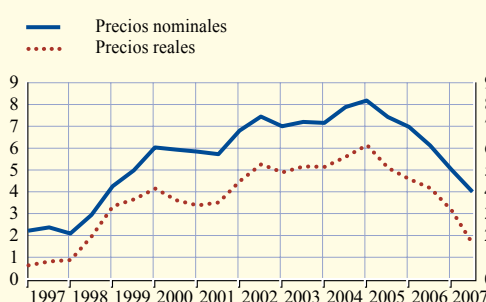
Los datos más recientes sobre los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro sugieren que la moderación general observada a partir de mediados del 2005 continuó hasta el final del 2007. En términos interanuales, el crecimiento de los precios de la vivienda disminuyó de forma constante, desde el nivel máximo del 8,2% alcanzado en el primer semestre del 2005, hasta el 4% registrado en el segundo semestre del 2007 (véase gráfico A). Así pues, la tasa de crecimiento observada recientemente es mucho más baja que la tasa media de crecimiento interanual del 6% registrada en el período 1997-2005 (véase cuadro). Los datos disponibles para el principio del 2008 indican que se mantendrá probablemente esta tendencia a la baja. Si se ajusta por la inflación medida por el IAPC, la reciente desaceleración de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro ha sido incluso más acusada, ya que la inflación en los precios reales de la vivienda ha caído, desde el 6,1% del primer semestre del 2005, hasta el 1,6% del segundo semestre del 2007.

La evolución del agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro ha seguido mostrando una considerable heterogeneidad entre los distintos países (véase cuadro). Si se analiza la evolución reciente, los datos nacionales disponibles sugieren que la actual moderación de la inflación en los precios de la vivienda de la zona del euro ha sido, en general, más acentuada en los países que han registrado aumentos relativamente pronunciados de los precios de los inmuebles residenciales en los últimos años. En particular, se ha observado una marcada desaceleración de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales a partir del 2006 en Irlanda (país en el que los precios de la vivienda han venido cayendo en términos interanuales desde mediados del 2007) y, en menor medida, en España, Francia, Malta, Finlandia, Bélgica, Italia y Austria. Por el contrario, en el 2007 los precios de la vivienda no experimentaron prácticamente cambios, o incluso aumentaron, en comparación con los registrados en el 2006 en Alemania, Chipre, Países Bajos y Portugal.

La desaceleración general de la inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro parece derivarse, en gran medida, del enfriamiento de la demanda de vivienda. Uno de los fac-

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.
Nota: El crecimiento de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los correspondientes precios nominales. El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona para todo el período.

¹ Para un análisis detallado de los indicadores de oferta y demanda de vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

Cuadro Datos más recientes sobre los precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación	Tasa media de variación interanual, 1997-2005	2006	2007	I	II	III	IV	2008 I
Bélgica ¹⁾	3,7	8,9	11,1	9,2	9,1	9,4	10,3	7,9	..
Alemania ²⁾	27,4	-0,7	0,3	0,3	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	14,7	13,4	0,9	9,2	2,9	-1,8	-6,0	-8,6
Grecia ²⁾	2,5	10,0	12,2	..	..	..	..	..	..
España ²⁾	11,6	12,0	10,4	5,8	7,2	5,8	5,3	4,8	3,8
Francia ¹⁾	21,1	9,4	12,1	6,6	8,1	6,8	5,7	5,7	..
Italia ^{2),4)}	17,4	6,5	6,7	5,7	6,6	..	4,8	..	..
Chipre ²⁾	0,2	..	10,0	15,0	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	9,5	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	9,1	3,5	1,1	3,1	0,2	1,1	0,1	-0,7
Países Bajos ¹⁾	6,3	9,6	4,5	..	4,6	4,3	4,9	..	..
Austria ^{2),3)}	3,0	-0,3	4,0	4,1	3,5	4,4	4,8	3,6	2,1
Portugal ²⁾	1,8	3,9	2,1	1,3	1,3	1,1	1,3	1,7	2,3
Eslovenia ¹⁾	0,4	..	..	..	..	..	..	..	..
Finlandia ¹⁾	2,0	6,4	7,4	5,9	6,4	6,4	6,0	4,9	3,1
Zona del euro ⁴⁾	100,0	6,0	6,5	4,5	5,0	..	4,0	..	..

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal del 2006.

1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos, nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Datos hasta el 2000, para Viena.

4) Datos semestrales, para la zona del euro e Italia.

tores determinantes de esta evolución es el endurecimiento de las condiciones de financiación que se ha venido observando desde finales del 2005. Tras descender durante varios años, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se han elevado, en general, en los dos últimos años. Según la última encuesta del BCE sobre préstamos bancarios, en el primer trimestre del 2008 se produjo un nuevo endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda². Al mismo tiempo, como resultado de años de fuertes aumentos de los precios de los inmuebles residenciales, la capacidad de pago de vivienda en relación con la renta disponible ha disminuido de forma constante en la última década, lo que puede haber contribuido también a suavizar la demanda de vivienda. Tal y como indica el gráfico B, no fue hasta el 2007 cuando el enfriamiento de la inflación en los precios de los inmuebles residenciales contribuyó a estabilizar la ratio entre la renta disponible de los hogares y el índice de precios de la vivienda –una medida «bruta» o simple de la capacidad de pago– tras años de continuo descenso.

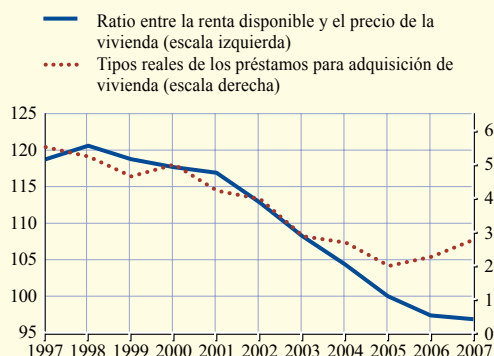
La suavización del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales se ha asociado también al enfriamiento de la oferta de vivienda. En el transcurso del 2007, el crecimiento interanual de la inversión residencial real en la zona del euro se redujo notablemente, desde la cota máxima del 6,3% alcanzada a comienzos del 2007, hasta cerca de cero a finales del mismo año (véase gráfico C). Ello contribuyó también a contener, en cierta medida, el porcentaje de los recursos dedicados a la vivienda en la economía, tal y como evidencia el descenso de la ratio de inversión residencial en relación con el PIB. Sin embargo, la inversión residencial muestra una elevada heterogeneidad entre los distintos países de la zona del euro, reflejo, en gran parte, de la evolución divergente de los precios de la vivienda.

De cara al futuro, tras la fuerte expansión observada en la década pasada, es probable que perdure la actual suavización del crecimiento del mercado de la vivienda en la zona del euro. Cabe esperar que

2 Véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

Gráfico B Capacidad de pago de vivienda y condiciones de financiación

(índice: 2005 = 100; en porcentaje; datos anuales)

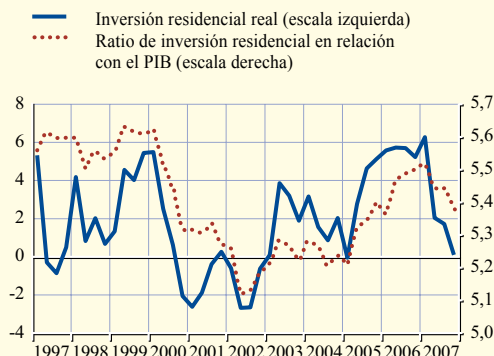


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La medida estrecha de la capacidad de pago de vivienda se define como la ratio entre la renta nominal disponible y el índice de precios nominales de la vivienda. Los tipos reales de los préstamos se calculan como el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años menos la inflación interanual medida por el IAPC.

Gráfico C Inversión residencial en la zona del euro

(tasas de variación interanual; en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

la inflación en los precios de los inmuebles residenciales de la zona se mantenga en niveles más moderados que las vigorosas tasas de crecimiento registradas en los años anteriores al 2005. En este contexto, es altamente probable que la contrapartida de los precios de la vivienda en la actividad real, es decir, la inversión residencial, permanezca en una senda moderada. A este respecto, un importante reto al que habrá que hacer frente será la reabsorción de recursos en otros sectores de la economía, especialmente en los países en los que se está produciendo una corrección particularmente pronunciada de la actividad en el sector de la vivienda.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Desde el otoño pasado, la inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido muy por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios, alcanzando el 3,7% en mayo del 2008 y –según el avance de Eurostat– el 4% en junio, como resultado, en gran medida, de los fuertes aumentos de los precios de la energía y de los alimentos registrados en los últimos meses en los mercados mundiales. Las acentuadas y persistentes presiones externas sobre los precios, derivadas de la evolución de los precios de estas materias primas, unidas a la intensificación de las presiones latentes internas y a la aceleración del crecimiento de los salarios, apuntan a un prolongado período de elevadas tasas de inflación interanual. Según se prevé en los mercados de futuros del petróleo y de otras materias primas, con toda probabilidad la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá muy por encima del 2% durante cierto tiempo, antes de moderarse de forma gradual en el 2009.

Los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen siendo claramente alcistas y han vuelto a crecer en los últimos meses. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos. Existe también una fuerte preocupación de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas a través de efectos de segunda vuelta generalizados. Asimismo, existen posibles riesgos al alza derivados de incrementos no anticipados de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

En el primer trimestre del 2008, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue vigorosa, del 0,8%, reflejo, en parte, de factores temporales, principalmente unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas en el invierno en muchas partes de Europa, que parecen haber impulsado la actividad constructora. En consecuencia, se espera que el crecimiento del PIB real sea bastante débil en el segundo trimestre. Las encuestas realizadas a las empresas y a los consumidores, que llevan señalando una disminución de la confianza desde el verano del 2007, indican que la moderación del ritmo subyacente de la actividad económica ha continuado en el 2008. Los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos y la zona no presenta desequilibrios importantes. La rentabilidad de las sociedades no financieras se ha mantenido, el nivel de empleo es elevado y la tasa de paro se sitúa en niveles no registrados en los últimos veinticinco años. No obstante, la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada y persisten los riesgos a la baja en torno a las perspectivas de la actividad económica.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

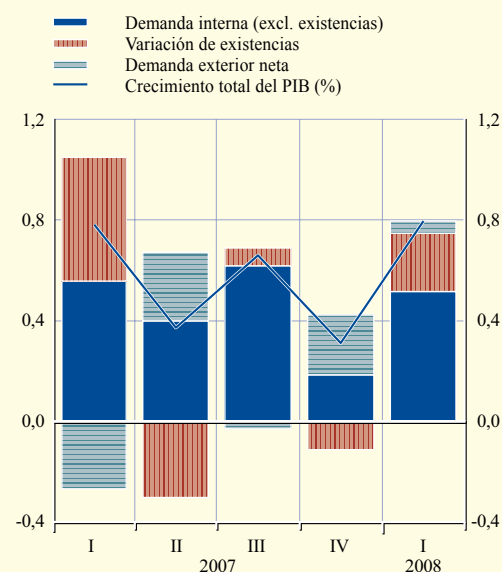
PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,8% en el primer trimestre del 2008 (cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales con respecto a la estimación preliminar), frente al 0,3% del trimestre anterior (véase gráfico 24). La demanda interna, excluidas las existencias, contribuyó de forma importante al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre del año, con 0,5 puntos porcentuales, mientras que la aportación de las existencias fue también positiva, de 0,2 puntos porcentuales. La contribución de la demanda exterior neta fue neutral, en términos generales.

La fortaleza del crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre tuvo su origen, en gran medida, en el excepcional crecimiento observado en Alemania, del 1,5%, en términos intertrimestrales, en parte como consecuencia de un crecimiento muy pronunciado de la inversión en ese país (del 4% en tasa intertrimestral). Como reflejo de esta evolución, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en la zona del euro aumentó hasta el 1,6% en el primer trimestre del 2008, desde el 1% del trimestre precedente. Todavía no se ha publicado la descomposición del crecimiento de la inversión para la zona del euro correspondiente al primer trimestre, pero es probable que tanto la inversión en construcción como la inversión excluida la construcción hayan registrado una acusada expansión. La positiva evolución del sector de la construcción probablemente sea atribuible a las condiciones meteorológicas inusualmente benignas del invierno y, por tanto, se espera que sea de carácter transitorio (véase la sección sobre producto por ramas de actividad). No obstante, el crecimiento de la inversión en el primer trimestre también se vio favorecido por los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva y por la consiguiente necesidad de expansión de dicha capacidad en el sector empresas.

Gráfico 24 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Las restricciones de la capacidad productiva se vieron acentuadas, en cierta medida, por el ritmo sostenido de la demanda externa, como se reflejó en el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el primer trimestre del año, que aumentaron hasta el 1,9%, en términos intertrimestrales, desde el 0,3% del trimestre precedente. No obstante, la tasa de crecimiento intertrimestral de las importaciones también se incrementó en el primer trimestre, hasta el 1,8%, desde el -0,3% del trimestre anterior, en consonancia con la fortaleza de la demanda interna y externa.

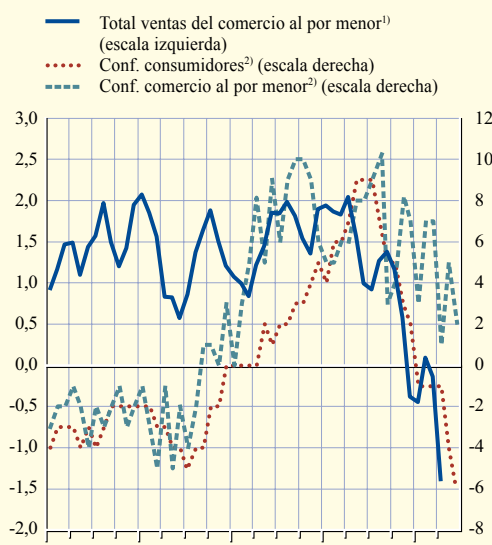
Parte de este aumento de las importaciones estuvo relacionado con la moderada recuperación del crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del 2008, que ascendió hasta el 0,2% en tasa intertrimestral, desde el -0,1% del trimestre anterior. El consumo privado mostró signos de debilidad a finales del 2007, lo que puede estar asociado al acusado incremento de los precios de consumo de los alimentos y de la energía.

La mejora observada en el consumo privado en el primer trimestre del 2008 se debió, en parte, a la estabilización de las ventas al por menor, que habían descendido un 0,9% en el último trimestre del 2007 (véase gráfico 24). Esta estabilización tuvo su origen en un ligero aumento de las ventas de productos no alimenticios (0,1%), en particular de productos textiles, que compensaron la caída de las ventas de alimentos, bebidas y tabaco (-0,4%). Las matriculaciones de automóviles en la zona del euro se redujeron un 3%, en términos intertrimestrales, 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 series estadísticas mensuales o trimestrales para este componente del consumo.

Los indicadores disponibles indican que el crecimiento del consumo privado fue moderado en el segundo trimestre del 2008. En abril, las ventas del comercio al por menor en la zona del euro descendieron un 0,6%, en términos intermensuales, tras registrar una caída del 0,9% en marzo (véase gráfico 25). Las matriculaciones de automóviles se redujeron un 5,7%, en tasa intermensual, en mayo, después de haber disminuido un 2,4% en abril. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que recoge las percepciones de este sector, volvió a caer en junio. Este indicador, que se ha visto afectado por una volatilidad considerable en los últimos meses, se mantiene en un nivel elevado, pese a haber descendido notablemente en el 2007 y a principios del 2008. Según la Comisión Europea, la confianza de los consumidores de la zona del euro volvió a disminuir en junio del 2008, lo que apunta a que la estabilización observada en el primer trimestre puede no ser duradera. Esta evolución refleja, en cierta medida, cierto deterioro de las expectativas de los consumidores en lo que respecta a la situación económica general y personal. No obstante, las condiciones del mercado de trabajo siguen respaldando el consumo privado. En el recuadro 5 se analiza con más detalle la evolución reciente del consumo privado.

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

(datos mensuales)



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

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CONSUMO PRIVADO E IMPACTO DE LAS SUBIDAS DE PRECIOS

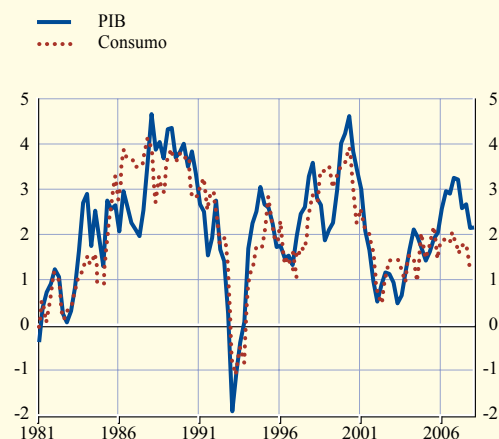
La actividad económica general ha superado al gasto de los hogares desde el comienzo de la recuperación en el año 2003 y, en comparación con anteriores fases alcistas de la economía, el crecimiento del consumo ha sido relativamente moderado (véase gráfico A). En el último trimestre del 2007, el consumo privado se redujo un 0,1% (en términos intertrimestrales), y en el primer trimestre del 2008 aumentó sólo el 0,2%. Actualmente, los indicadores disponibles de gasto, como el indicador de confianza del comercio al por menor, el de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, apuntan a un crecimiento contenido en el segundo trimestre. En este recuadro se consideran los factores determinantes de la evolución reciente del consumo privado.

Aunque las decisiones de gasto de los hogares están motivadas por diversos factores, un determinante clave es la renta de este sector. En principio, los hogares basan su consumo en la renta real disponible actual y esperada en el futuro obtenida de las rentas del trabajo y de los rendimientos de la riqueza financiera y no financiera. No obstante, algunos hogares pueden conceder más importancia a la evolución actual (en lugar de a la esperada) de la renta. En los últimos años, la renta disponible de los hogares se ha visto respaldada por el fuerte crecimiento del empleo, si bien, al mismo tiempo, se ha moderado como consecuencia de una serie de perturbaciones en los precios. Los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados han reducido el poder adquisitivo de los hogares. Además, hacia finales del 2007, las pronunciadas subidas de los precios de los alimentos y de la energía elevaron el coste de la cesta de consumo típica de este sector: la inflación medida por el IAPC aumentó desde el 1,9% de junio del 2007 hasta el 2,9% y el 3,4% en el último trimestre del 2007 y en el primer trimestre del 2008, respectivamente (véase gráfico B).

Cuando suben los precios, el poder adquisitivo de los hogares disminuye. A largo plazo, los hogares tendrían que ajustar el gasto para tener en cuenta esa variación. No obstante, el ajuste a corto plazo puede depender de la naturaleza de la perturbación en los precios o de las expectativas acerca de la

Gráfico A Consumo y PIB

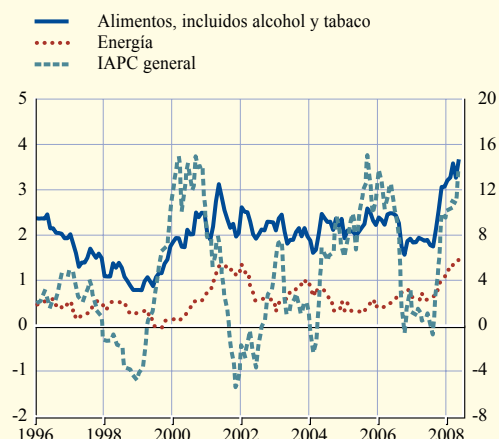
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico B Inflación medida por el IAPC: total, alimentos y energía

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

evolución futura de los precios. Aunque los hogares deben ajustarse a las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, pueden ser reacios a disminuir el consumo de bienes como alimentos y combustible y optar por reducir temporalmente el ahorro en lugar de recortar el consumo, especialmente si consideran que es probable que los incrementos de precios sean de carácter transitorio. En el pasado, cuando las subidas de precios estaban impulsadas por los alimentos y la energía, los consumidores tendían a moderar el gasto en menor medida que cuando la inflación recogía aumentos del precio de otros bienes y servicios.

Sin embargo, a finales del 2007 y principios del 2008 sucedió lo contrario. El consumo privado se moderó de manera pronunciada, mientras que la evidencia disponible indica que la tasa de ahorro incluso aumentó ligeramente. Uno de los motivos de esta evolución puede ser que los hogares creen que los factores determinantes de las recientes subidas de los precios del petróleo y de los alimentos van a ser de carácter más permanente. Por tanto, en este caso es menos probable que se adapten a la perturbación que ha afectado a los precios a corto plazo mediante un ajuste temporal del ahorro. En consecuencia, los incrementos recientes de los precios pueden haber influido más en el gasto de los hogares que en episodios anteriores de aumento de los precios de naturaleza relativamente transitoria. Otro factor adicional puede ser el hecho de que las percepciones de inflación son especialmente sensibles a las subidas de los precios de bienes que se adquieren con frecuencia como los alimentos y el combustible, y que esto haya erosionado la confianza de los consumidores en lo que respecta a las perspectivas económicas y a su poder adquisitivo.

Aunque las recientes subidas de los precios parecen haber influido considerablemente en los actuales patrones de gasto de los hogares, es posible que también estén siendo afectados por otros factores, en particular, por las turbulencias financieras que comenzaron a mediados del 2007. La riqueza financiera de los hogares ha disminuido mientras que, según la última encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, las condiciones aplicadas a los créditos a los hogares han registrado un nuevo endurecimiento. Las turbulencias también pueden haber acrecentado la incertidumbre acerca de las perspectivas relativas a la actividad económica. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea ha descendido de forma significativa desde agosto del 2007, con un deterioro especialmente acusado de las expectativas de los hogares acerca de la situación económica general ¹.

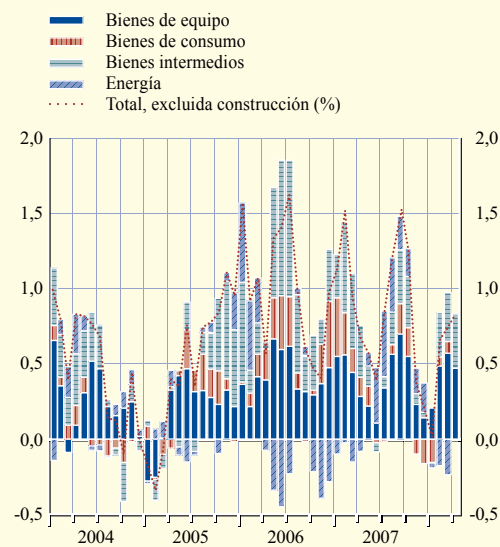
En general, parece haber una serie de factores que han contribuido a la debilidad relativa del gasto de los hogares en los últimos meses. De cara al futuro, se espera que el gasto de los hogares continúe creciendo a un ritmo moderado durante el resto del 2008, principalmente como consecuencia de la disminución de la renta real a causa de las subidas de los precios, del ritmo más lento de crecimiento del empleo y de efectos de riqueza, en particular del menor crecimiento de los precios de la vivienda. En el 2009 se espera que la expansión del consumo privado aumente de nuevo, ya que se prevé que la inflación se reduzca gradualmente y la renta real se recupere².

1 Cabe observar que aunque las estadísticas que resumen las respuestas de los hogares a las preguntas sobre precios no se incluyen directamente en la determinación del nivel de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, los cambios en las percepciones y en las expectativas de inflación del sector hogares pueden haber afectado a la confianza de los consumidores.

2 Véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema», en el Boletín Mensual de junio del 2008.

Gráfico 26 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

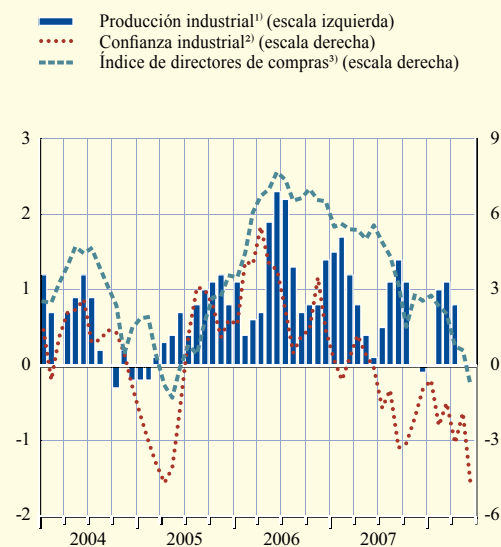
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La contribución de los servicios al valor añadido total de la zona del euro en el primer trimestre del 2008 fue de 0,5 puntos porcentuales, en comparación con 0,2 puntos porcentuales en el trimestre precedente. 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 capacidad de resistencia de la industria parece haber continuado a principios del segundo trimestre del 2008. En abril, la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro se incrementó un 0,9%, en términos intermensuales (véase gráfico 26). La recuperación fue palpable en todas las ramas de actividad principales (excluido el sector energético), si bien fue especialmente intensa en la producción de bienes de equipo (del 2% en tasa intermensual). En cambio, la producción de energía constituyó un lastre para el crecimiento ese mes, probablemente como consecuencia de las buenas condiciones meteorológicas. Mientras tanto, el dinamismo general del crecimiento de la industria se vio ligeramente frenado por la moderación observada en los nuevos pedidos industriales (excluidos los equipos de transporte pesado), que descendieron un 0,2% en abril del 2008, tras haber aumentado un 1% en marzo. Es probable que parte de la fortaleza del crecimiento de la producción industrial sea reflejo de la elevada acumulación de pedidos en este sector.

La evolución favorable observada desde principios de año no debe considerarse indicativa de un cambio en la tendencia hacia la moderación del crecimiento registrada en la industria en los últimos trimestres. Esta tendencia sigue siendo evidente en el índice de directores de compras para las manufacturas, que ha experimentado un descenso en el 2008 (véase gráfico 27). En junio, este índice volvió a caer, hasta el 49,2, un nivel

por debajo del umbral que señala un crecimiento positivo. El indicador de confianza de la Comisión Europea para la industria, que continuó disminuyendo en el primer semestre del 2008, transmite una imagen similar.

En la construcción, la producción se redujo un 0,6%, en términos intermensuales, en abril del 2008, tras haber disminuido un 2,7% en marzo. Datos recientes confirman que el fuerte repunte de principios de este año se debió principalmente a unas condiciones meteorológicas muy benignas. Según el indicador de la Comisión Europea, la confianza de la construcción descendió en junio, lo que apunta a la reanudación de la tendencia a la baja de este indicador observada desde finales del 2006.

En cuanto a la evolución de los servicios, los datos de encuestas disponibles hasta junio del 2008 apuntan a una moderación del crecimiento en este sector. En promedio, el índice de directores de compras para la actividad comercial en los servicios en el segundo trimestre del 2008 se situó por debajo del nivel del trimestre anterior. En junio, el índice de directores de compras de los servicios se situó en el 49,5, ligeramente por debajo del umbral que indica un crecimiento positivo, y registró el nivel más bajo de los tres últimos años. Una imagen similar de moderación transmite el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea, aunque en los dos últimos meses se ha observado una ligera mejora. Es probable que los peores resultados de los servicios reflejen el impacto de las diversas perturbaciones que han afectado recientemente a la economía de la zona del euro, con origen, en particular, en las turbulencias financieras y en las subidas de los precios de los alimentos y del petróleo. El detalle por subsectores obtenido de estas encuestas sugiere que el efecto de estas perturbaciones fue generalizado en los servicios.

En síntesis, los datos disponibles actualmente para la industria y los servicios indican que la moderación del ritmo subyacente de la actividad económica ha continuado en el 2008. Dado que es probable que parte del repunte del crecimiento del PIB real observado en el primer trimestre refleje factores de carácter temporal, como un invierno inusualmente suave, o la volatilidad intertrimestral, se espera que el crecimiento del PIB real sea bastante contenido en el segundo trimestre del 2008.

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 en el primer semestre

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

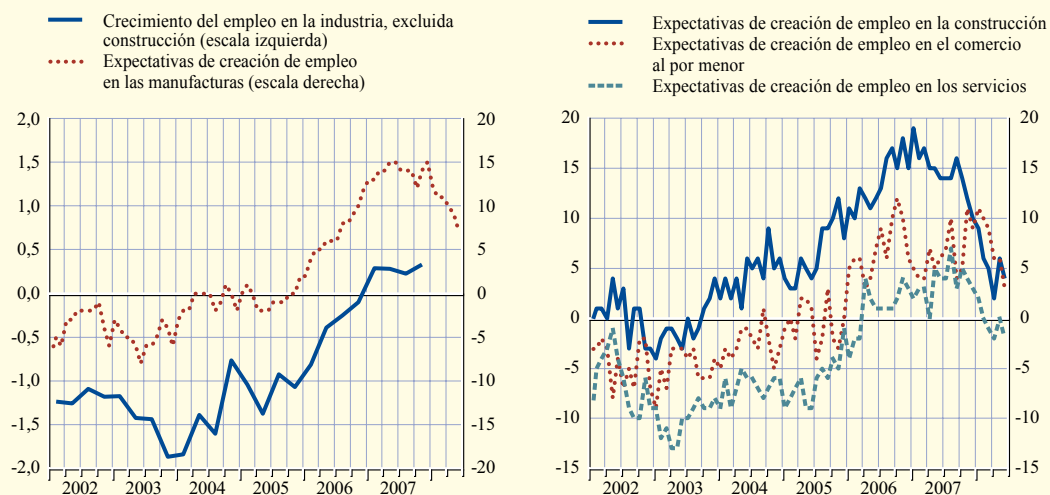
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I
Total de la economía	1,6	1,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,0	0,8	-0,6	-1,0	-0,6	.
Industria	0,5	1,4	0,6	0,2	0,0	0,2	.
Excluida la construcción	-0,4	0,3	0,1	0,1	0,0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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 28 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

del 2008. En concreto, 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

La tasa de crecimiento intertrimestral del empleo en la zona del euro fue del 0,3% en el primer trimestre del 2008 (véase cuadro 7), tras un aumento de magnitud similar en el trimestre anterior (cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales). El detalle por sectores estará disponible cuando se publique la segunda estimación de las cuentas nacionales.

La favorable evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado hasta mediados del 2008, según datos de encuestas disponibles hasta junio del 2008 (véase gráfico 28). Según la encuesta a directores de compras de Markit (anteriormente NTC Economics), la creación de puestos de trabajo continuó en el segundo trimestre del 2008 en la industria y en los servicios. Las expectativas de empleo recogidas en la encuesta de opinión de la Comisión Europea muestran 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 mostrando capacidad de resistencia, en líneas generales, pese al clima de mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico. Los elevados niveles de empleo alcanzados en di-

Gráfico 29 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

versas regiones y sectores de la zona del euro han provocado ciertas 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 dificultades para contratar personal con la cualificación profesional requerida, especialmente en segmentos en los que se necesita personal con altos niveles de cualificación. Esta valoración es acorde con las conclusiones recogidas en el informe del BCE sobre cuestiones estructurales correspondiente al año 2008 titulado «Labour supply and employment in the euro area: developments and challenges» (véase recuadro 6).

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) fue del 0,6% en el primer trimestre del 2008, frente al 0,4% del trimestre anterior (véase gráfico 29), aumentando por primera vez desde finales del 2006, probablemente como consecuencia de la fortaleza temporal de la actividad en el primer trimestre. Los datos disponibles de la encuesta a los directores de compras también apuntan a cierta mejora del crecimiento de la productividad del trabajo en abril y mayo del 2008.

Recuadro 6

OFERTA DE TRABAJO Y EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN Y RETOS

El 25 de junio, el BCE publicó su informe sobre cuestiones estructurales correspondiente al año 2008 titulado «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges». En este informe se describen y se analizan los aspectos más destacados de la evolución de la oferta de trabajo y sus factores determinantes en la zona del euro desde principios de la década de los ochenta¹. Además, se consideran los vínculos entre la oferta de trabajo y las instituciones del mercado de trabajo, con el fin de valorar en qué medida la oferta de trabajo refleja adecuadamente la demanda de empleo en la zona del euro e identificar los retos futuros que deberán afrontar los responsables políticos.

En este recuadro se consideran brevemente los aspectos más destacados de la evolución de la oferta de trabajo en el período 1996-2007 que, en general, fue positiva²:

(i) El crecimiento del empleo en la zona del euro se aceleró considerablemente, lo que supuso el acceso de 21,6 millones más de personas a un puesto de trabajo. Esta expansión contribuyó a una reducción sustancial (3,9 puntos porcentuales) de la tasa de desempleo, que en el 2007 se situó en el 7,5% (véase cuadro). Desde 1996, la tasa total de actividad³ se ha incrementado 5,6 puntos porcentuales, hasta el 70,8% en el 2007, y la tasa de empleo 7,7 puntos porcentuales, hasta el 65,5%.

(ii) La composición de la oferta de trabajo cambió durante el período analizado, observándose un número creciente de mujeres e inmigrantes que se han incorporado al mercado de trabajo y de trabajadores de más edad que permanecen activos durante más tiempo. La tasa de actividad de estos grupos se incrementó 9 puntos porcentuales, 7,4 puntos porcentuales y 10,5 puntos porcentuales, respectivamente, entre 1996 y el 2007. En este período, los cambios en el nivel educativo, en las preferencias y en las normas sociales han influido a la hora de impulsar la participación de la mujer en el mercado de trabajo.

1 La fecha límite de recepción de los datos de la zona del euro incluidos en el informe fue el 14 de diciembre de 2007. Por tanto, los datos agregados de la zona se refieren a los 13 países que integraban la zona del euro en el 2007.

2 Esta valoración se basa en datos anuales de las encuestas de fuerza de trabajo de primavera de Eurostat (EU-LFS, en sus siglas en inglés) hasta el año 2007. Datos más recientes apuntan a una leve mejora.

3 La tasa de actividad se refiere al número de personas ocupadas más el número de parados divididos por la población total en edad de trabajar.

Cuadro Tasas de actividad, de empleo y de desempleo de la zona del euro

(puntos porcentuales; en porcentaje)

	Variación total en el período 1996-2007			Nivel en el 2007		
	Actividad	Empleo	Desempleo	Actividad	Empleo	Desempleo
Total	5,6	7,7	-3,9	70,8	65,5	7,5
Por sexo						
Hombres	2,1	4,1	-2,9	78,4	73,2	6,6
Mujeres	9,0	11,2	-5,5	63,2	57,8	8,6
Por edad						
15-24 años	0,3	3,7	-7,8	44,0	37,3	14,8
25-54 años	4,8	7,0	-3,2	84,6	79,1	6,6
55-64 años	10,5	10,5	-1,9	46,4	43,4	6,5
Por nivel educativo						
Nivel bajo	5,2	6,9	-3,9	63,5	57,6	9,3
Nivel intermedio	2,9	4,4	-2,4	80,4	75,3	6,4
Nivel alto	0,6	2,8	-2,5	88,3	84,7	4,1
Por nacionalidad						
Nacionales	3,7	6,4	-4,5	70,9	65,9	7,0
Otros ciudadanos de la UE-15	2,5	3,9	-2,2	73,7	67,6	8,2
Ciudadanos no pertenecientes a la UE-15	7,4	9,5	-5,2	69,6	59,3	14,7

Fuentes: Encuesta de fuerza de trabajo de la UE (datos de las encuestas de primavera) y cálculos del BCE y del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

Nota: La UE-15 se refiere a los países que formaban parte de la UE antes del 2004.

(iii) Las experiencias con la inmigración difieren notablemente de un país a otro si bien, en conjunto, los inmigrantes de países no pertenecientes a la UE-15⁴ contribuyeron positivamente a la oferta de trabajo y al empleo durante el período considerado, favoreciendo la competencia en los mercados de trabajo y ayudando a paliar la escasez de mano de obra. Además del aumento de la inmigración a la zona del euro, los flujos transfronterizos de trabajadores en la zona del euro se triplicaron.

(iv) La proporción de la población en edad de trabajar con un nivel educativo más elevado, en particular con educación terciaria, se incrementó 6 puntos porcentuales, hasta el 20,7% en el 2007, lo que supone un aumento de 16,7 millones en el número de personas con educación terciaria. El porcentaje de trabajadores poco cualificados en la zona del euro se redujo 9 puntos porcentuales, hasta el 37,7%, durante el período de referencia.

v) Aunque el número de trabajadores aumentó, el promedio de horas trabajadas por semana se redujo un total de 1,2 horas en la zona del euro. El empleo a tiempo parcial en relación con el empleo total se incrementó alrededor de 5 puntos porcentuales.

Esta evolución favorable es consecuencia, en cierta medida, de la aplicación de reformas en los mercados de productos y de trabajo y de la moderación salarial. No obstante, no hay margen para la autocomplacencia. Las tasas de desempleo se mantienen en niveles que continúan siendo inaceptables, muy por encima de las observadas en otras economías desarrolladas como Estados Unidos o Japón. Además, las tasas de paro de determinados grupos de trabajadores son especialmente elevadas (véase cuadro). Por ejemplo, en el 2007, la tasa de desempleo se situó en el 14,8% para los jóvenes (alcanzando el 33% para los jóvenes de 15 a 19 años de edad en algunos países), en el

4 Inmigrantes de los nuevos Estados miembros de la UE y de países no pertenecientes a la UE.

9,3% para los trabajadores poco cualificados (hasta el 17% en determinados países) y en el 14,7% para los inmigrantes de países no pertenecientes a la UE-15 (hasta el 28% en ciertos países). Además, las proyecciones demográficas muestran que, salvo en caso de que las tasas de actividad se incrementen aún más, el aumento del número de personas que acceden al mercado de trabajo pronto será insuficiente para compensar la reducción de la población en edad de trabajar. Por último, los avances realizados en materia de reformas estructurales presentan considerables variaciones en los distintos países.

De cara al futuro es importante que los países aprendan mutuamente de su experiencia, así como de las mejores prácticas aplicadas, con el fin de desarrollar nuevas instituciones del mercado de trabajo y políticas estructurales que obtengan mejores resultados. El informe considera que las medidas que se describen a continuación son especialmente importantes.

En primer lugar, es necesario seguir mejorando las políticas estructurales en la zona del euro y aumentar la tasa de actividad y de empleo en todos los grupos de la sociedad. Medidas como la reducción de los tipos impositivos marginales, unos requisitos más estrictos sobre la disponibilidad para trabajar y menores incentivos a la jubilación anticipada contribuirían a estimular la oferta de trabajo. La participación en el mercado de trabajo resultaría favorecida si se aplicaran menos restricciones a los horarios y a los contratos de trabajo, junto con políticas de «conciliación de la vida laboral y familiar» (como unos servicios de guardería asequibles, permisos parentales y oportunidades de trabajo a tiempo parcial) adecuadamente diseñadas.

En segundo lugar, las instituciones del mercado de trabajo deben ser más flexibles para que las personas que buscan trabajo se adecuen mejor a las características de la demanda de trabajo de las empresas (por cualificación, sector y región). La evolución salarial debe reflejar las condiciones del mercado de trabajo local (como las tasas de paro regionales y de determinados grupos de trabajadores, el crecimiento de la productividad a escala regional y sectorial, y la cualificación de los trabajadores). También deben evitarse los mecanismos institucionales que dificultan la contratación de trabajadores poco cualificados (como los salarios mínimos excesivos).

En tercer lugar, es necesario mejorar los niveles de cualificación y de conocimientos, así como la transferibilidad de competencias laborales. Con el tiempo, el acceso a un puesto de trabajo de parados o personas inactivas aumentará la productividad laboral de los trabajadores y, en consecuencia, los salarios reales se incrementarán. Es de suma importancia que la educación sea de gran calidad. Debe mejorarse la eficiencia y la orientación de servicio de los centros educativos, y el mercado de trabajo debe desempeñar un papel más destacado para indicar a los sistemas educativos y a los trabajadores las categorías de cualificación en las que hay escasez de mano de obra.

Por último, la zona de euro debe aprovechar mejor los recursos humanos cualificados de fuera de la zona. Para ello, su política de inmigración debería tener en cuenta las cualificaciones profesionales que necesita el mercado de trabajo, facilitar la movilidad laboral y asegurar la integración satisfactoria de los inmigrantes en la población activa y en la sociedad en su conjunto. Deben evitarse políticas de inmigración selectivas que limiten la movilidad laboral en la UE y sustituirlas por medidas que la promuevan, como mayores facilidades para transferir derechos de pensión. Para beneficiarse plenamente de las ventajas del euro y permitir que los mecanismos de ajustes funcionen de manera eficiente en la zona del euro ampliada, es importante que se supriman todas las barreras a la movilidad laboral.

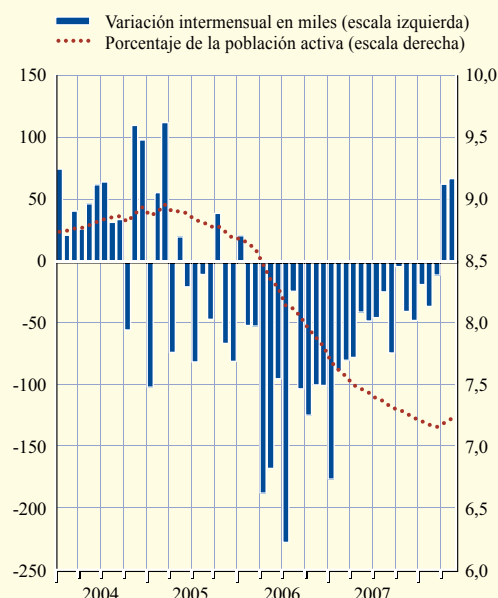
Estas medidas también tienen implicaciones para la política monetaria. La aplicación de medidas estructurales que promuevan la oferta de trabajo y el crecimiento del empleo acelera el ritmo de crecimiento de una economía sin que aumente la inflación. El incremento del número de personas con empleo y del nivel de cualificación profesional entre los trabajadores también contribuirá a elevar el producto potencial y la renta per cápita de la zona del euro, así como a financiar los sistemas de pensiones y de atención sanitaria. En este proceso es fundamental contar con unas instituciones de los mercados de productos y de trabajo que sean flexibles y estén bien diseñadas. Una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y de los salarios en la zona del euro reduciría los costes de ajuste y las presiones inflacionistas en caso de registrarse perturbaciones que afecten negativamente a la oferta, y aumentarían la capacidad de resistencia de la economía, facilitando con ello al BCE la aplicación de la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios. Además, es necesaria una mayor flexibilidad en términos de salarios y de movilidad laboral, con el fin de limitar las pérdidas de empleo en caso de producirse perturbaciones adversas que afecten a determinados países y, con ello, facilitar el funcionamiento de la UEM.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,2% en mayo del 2008, sin variaciones con respecto a los cinco meses precedentes (véase gráfico 30). Esta tasa es la más baja observada desde principios de los años ochenta, y es considerablemente inferior al 7,5% registrado hace un año. Esta tasa invariable oculta un incremento del número de parados (62.000 desempleados más en mayo del 2008, en comparación con abril), siendo la primera vez desde febrero del 2005 que las cifras de paro aumentan dos meses consecutivos. Este incremento puede atribuirse al pronunciado ascenso del número de parados en España (77.000 personas) y a ligeros aumentos en Alemania, Irlanda y Portugal. Salvo en Alemania, la evolución de la construcción fue el principal factor determinante del incremento del número de parados en estos países. En general, en la zona del euro en su conjunto, el número de parados sigue siendo considerablemente inferior al registrado hace un año, y el paro se ha reducido en unas 200.000 personas.

Gráfico 30 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En general, la información disponible es acorde con un escenario de crecimiento del PIB real moderado pero sostenido. Se prevé que tanto la demanda interna como la externa respalden el crecimiento del PIB real en la zona del euro en el 2008, si bien en menor medida que en el 2007. Aunque el crecimiento de la economía mundial se está reduciendo, se espera que se mantenga resistente, beneficiándose, en particular, del persistente e intenso crecimiento de las economías emergentes, lo que debería respaldar la

demanda externa de la zona del euro. En cuanto a la evolución interna, 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 en la zona del euro debería continuar favoreciendo la actividad económica, ya que las tasas de utilización de la capacidad productiva son elevadas, y la rentabilidad de las sociedades no financieras se ha mantenido. Además, las tasas de empleo y de actividad han aumentado considerablemente en los últimos años, y las tasas de desempleo han caído hasta niveles no observados en los últimos veinticinco años. No obstante, es improbable que esta evolución, que favorece el crecimiento de la renta disponible de los hogares y del consumo, compense totalmente la pérdida de poder adquisitivo causada por las subidas de los precios de la energía y de los alimentos.

La incertidumbre en torno a estas perspectivas relativas a la actividad económica continúa siendo elevada, como consecuencia, entre otros factores, de unos niveles muy elevados de los precios de las materias primas, y persisten los riesgos orientados a la baja. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con el impacto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevas subidas no previstas de los precios de la energía y de los alimentos. Además, los riesgos a la baja también tienen su origen en las actuales tensiones en los mercados financieros, que podrían tener un efecto más negativo de lo esperado sobre la economía real. La preocupación acerca de la aparición de presiones proteccionistas y de una posible evolución desordenada, debido a los desequilibrios mundiales, también conlleva riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras registrar un máximo en la segunda quincena de abril, el euro se estabilizó, en gran medida, en mayo y junio en un entorno de cierta volatilidad. El 2 de julio, el euro se situaba, en términos efectivos nominales, prácticamente al mismo nivel que a finales de marzo y un 8% por encima de la media observada en el 2007.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 2 de julio de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— prácticamente no había experimentado variación con respecto al nivel observado a finales de marzo del 2008 y se situaba un 8% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 31). A lo largo de los tres últimos meses, el euro se apreció inicialmente hasta alcanzar un máximo a finales de abril. Posteriormente, se depreció y, prácticamente, se estabilizó.

La estabilidad general del tipo de cambio efectivo del euro durante este período tuvo su origen, principalmente, en movimientos, en gran medida, compensatorios de los tipos de cambio bilaterales. La significativa apreciación que experimentó la moneda única frente al yen japonés y, en menor grado, frente al won coreano y el franco suizo se contrarrestó con un debilitamiento frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE, especialmente frente al forint húngaro.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situó el 2 de julio un 7,8% por encima del nivel observado a comienzos del 2005. Esta apreciación tiene su origen, principalmente, en un fortalecimiento de la moneda única en términos nominales bilaterales frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés (véase gráfico 31).

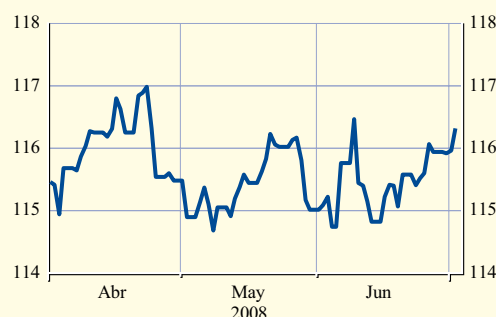
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras apreciarse frente al dólar estadounidense durante la mayor parte de abril, el euro se depreció posteriormente para estabilizarse en un intervalo

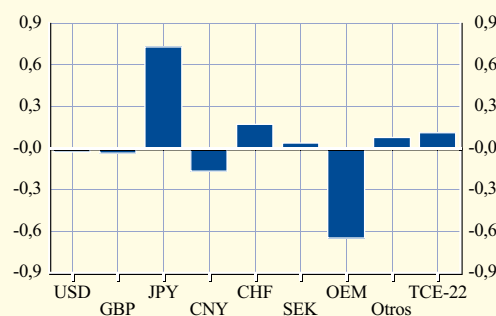
Gráfico 31 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

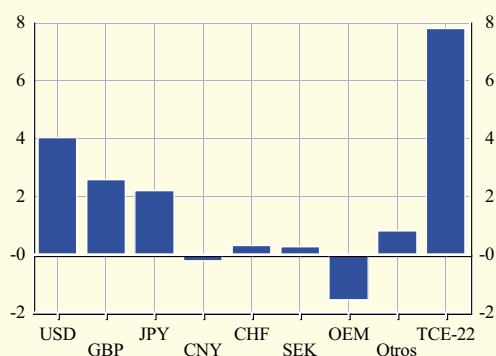
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de marzo de 2008 al 2 de julio de 2008
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 2 de julio 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.

de 1,55 a 1,57 dólares en junio. Si bien la apreciación inicial de la moneda única tuvo su origen, hasta cierto punto, en un cambio de las expectativas de los mercados respecto a la capacidad de resistencia relativa de la actividad económica tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, después, la inquietud suscitada en los mercados por las perspectivas de inflación en Estados Unidos parece haber sido un factor más importante. Ello podría haber contribuido al debilitamiento del euro frente a la moneda estadounidense como consecuencia de los consiguientes cambios en las expectativas de los mercados respecto a la orientación relativa de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro. El 2 de julio, el euro cotizaba a 1,58 dólares estadounidenses, prácticamente sin variación frente al nivel observado a finales de marzo del 2008 y un 15,3% por encima de la media del 2007 (véase gráfico 32).

YEN JAPONÉS/EURO

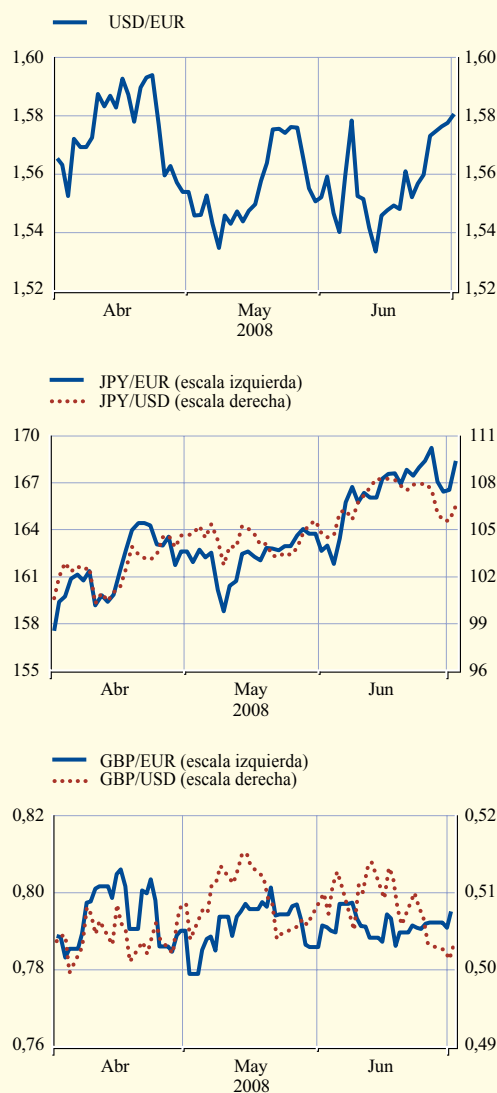
Tras mantenerse, en general, estable durante el mes de mayo, el euro se apreció frente al yen japonés en junio. Esta apreciación, sumada a un fortalecimiento inicial en abril, se tradujo en una apreciación total del 7% entre finales de marzo y el 2 de julio, cotizando el euro, en esta fecha, a 168,41 yenes, un 4,4% por encima de la media observada en el 2007 (véase gráfico 32). El fortalecimiento del euro frente al yen japonés podría guardar relación, en parte, con cierto deterioro de las perspectivas de la economía japonesa y con el creciente atractivo de la moneda japonesa para las actividades de *carry trade*. Tras alcanzar un máximo hacia mediados de marzo, las expectativas de una futura volatilidad del tipo de cambio bilateral del yen frente al euro, a tenor de los indicadores basados en los precios de las opciones, han remitido hasta su nivel medio histórico, reduciendo por ende el riesgo de las posiciones de *carry trade*.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de marzo del 2008, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 33). Tras la revaluación de su paridad central dentro del MTC II en un 17,64%, con efectos a partir del 29 de mayo, la corona eslovaca cotizó de forma sistemática ligeramente por debajo de su nueva paridad central de 30,1260 coronas por euro, situándose, el 2 de julio, un 0,6% por debajo de esta paridad. El lats letón se mantuvo prácticamente estable frente al euro en los seis primeros meses del 2008 y, el 2 de julio, cotizaba en un nivel próximo a su paridad central.

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio

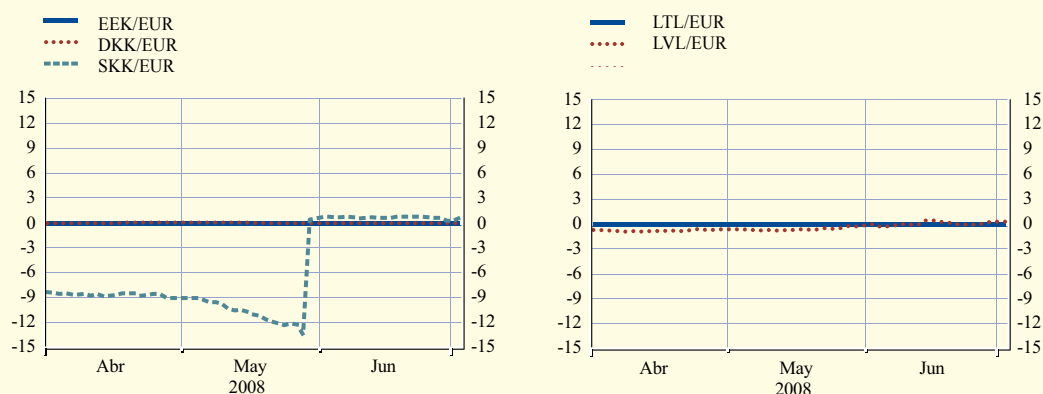
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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



Fuentes: BCE.

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

Por lo que respecta a otras monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de marzo y el 2 de julio de 2008, el euro se mantuvo, en general, estable frente a la libra esterlina, a pesar de cierta volatilidad a corto plazo. Durante el mismo periodo, el euro se depreció frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE: un 8,9% frente al forint húngaro, un 4,7% frente al zloty polaco, un 5,8% frente a la corona checa y un 2,4% frente al leu rumano.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de marzo y el 2 de julio de 2008, el euro se apreció un 4,7% frente al won coreano y un 2,5% frente al franco suizo. Al mismo tiempo, se depreció un 2,3% frente al renminbi chino y un 1,3% frente al dólar de Singapur, y se mantuvo prácticamente estable frente a la corona sueca y el dólar canadiense.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses siguió reduciéndose en comparación con el nivel registrado un año antes y se situó (en cifras desestacionalizadas) en una posición cercana al equilibrio en el periodo de doce meses transcurrido hasta abril del 2008. Esta evolución refleja, en gran medida, un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes y de la balanza de rentas. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas de 8 mm de euros en ese mismo periodo, frente a las entradas netas de 26 mm de euros contabilizadas un año antes. Este descenso se debió, principalmente, a una disminución de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los datos más recientes sobre la balanza de pagos indican un repunte del crecimiento de las exportaciones en los tres meses transcurridos hasta abril del 2008, acompañado de un descenso del crecimiento de las importaciones. En cifras desestacionalizadas, las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios de países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 2,3% y un 1,2%, respec-

Cuadro 8 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 Mar	2008 Abr	2007 Jul	2007 Oct	2008 Ene	2008 Abr	2007 Abr	2008 Abr
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-13,2	-0,3	4,3	2,5	-4,8	-2,0	10,3	0,1
Bienes	-2,9	5,9	5,7	5,5	0,7	2,5	37,5	43,2
Exportaciones	127,7	135,6	125,1	128,7	127,9	132,3	1,436,0	1,542,2
Importaciones	130,6	129,7	119,4	123,2	127,2	129,8	1,398,5	1,498,9
Servicios	4,3	3,3	3,6	4,7	4,5	4,6	45,2	51,8
Exportaciones	41,5	41,6	40,5	42,1	42,1	41,6	455,7	498,9
Importaciones	37,1	38,2	36,9	37,4	37,6	37,0	410,5	447,1
Rentas	-3,9	-2,1	0,7	0,6	-1,4	-1,6	7,7	-5,2
Transferencias corrientes	-10,8	-7,4	-5,7	-8,2	-8,6	-7,4	-80,1	-89,7
Cuenta financiera¹⁾	11,6	21,4	15,4	0,1	0,8	2,7	121,3	57,0
Total inversiones directas y de cartera netas	-16,4	-23,7	17,2	-3,6	2,7	-13,6	268,0	8,0
Inversiones directas netas	-16,3	-24,2	-17,6	-3,7	-13,7	-20,2	-133,5	-165,9
Inversiones de cartera netas	-0,1	0,5	34,8	0,1	16,4	6,6	401,5	173,9
Acciones y participaciones	12,4	-20,9	41,7	-6,0	14,0	8,9	214,8	175,8
Valores distintos de acciones	-12,5	21,4	-6,8	6,1	2,4	-2,3	186,7	-1,9
Bonos y obligaciones	-0,9	1,9	-1,1	-0,0	14,0	-0,6	251,6	36,8
Instrumentos del mercado monetario	-11,5	19,5	-5,8	6,2	-11,5	-1,7	-64,9	-38,6
<i>variaciones porcentuales sobre el periodo anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-3,6	4,7	0,8	3,2	-0,5	2,3	11,5	7,9
Importaciones	1,7	0,1	1,5	2,8	2,6	1,2	11,0	7,6
Bienes								
Exportaciones	-4,5	6,1	1,2	2,9	-0,6	3,4	12,4	7,4
Importaciones	1,1	-0,7	1,1	3,3	3,2	2,1	11,7	7,2
Servicios								
Exportaciones	-0,7	0,2	-0,5	4,0	-0,1	-1,2	8,7	9,5
Importaciones	3,8	3,0	2,9	1,4	0,5	-1,6	8,6	8,9

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

tivamente, siendo la evolución de las primeras coherente con el sólido crecimiento de la demanda exterior (véase cuadro 8). El repunte del crecimiento de las exportaciones fue resultado, principalmente, de la evolución de las exportaciones de bienes, que sólo se contrarrestó, en parte, con un descenso de las exportaciones de servicios. Por el contrario, la ralentización del crecimiento de las importaciones refleja un moderado aumento de las importaciones nominales de bienes y una caída de las importaciones nominales de servicios. En el período de tres meses transcurrido hasta abril del 2008, las importaciones de bienes crecieron un 2,1%, frente al 3,2% del período de tres meses precedente. Al mismo tiempo, las importaciones de servicios se redujeron un 1,6% en comparación con el crecimiento positivo del 0,5% registrado en el período de tres meses anterior.

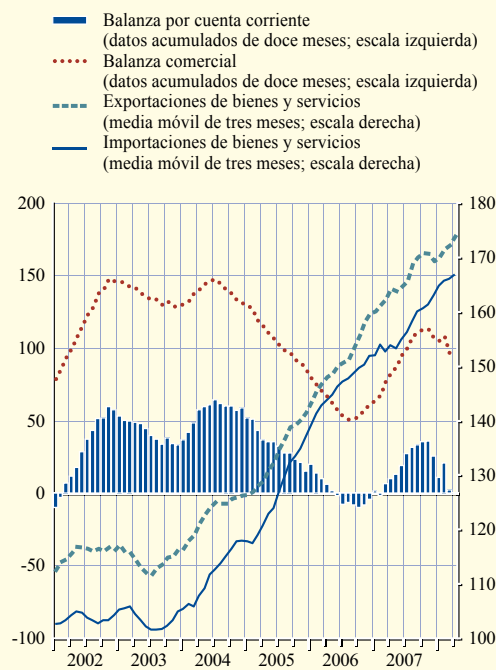
La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta el primer trimestre del 2008, indica que el acusado aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas parece ser el principal factor determinante del crecimiento de las importaciones en términos nominales. Por el contrario, las importaciones en términos reales han seguido reduciéndose. Por lo que respecta a las exportaciones de la zona del euro, los precios repuntaron recientemente y también subieron en relación con los precios industriales. Una parte importante del crecimiento relativamente sólido de las exportaciones nominales de bienes en los últimos meses es atribuible a la evolución de las exportaciones reales.

Como consecuencia, en gran medida, del positivo comportamiento de la demanda exterior, las exportaciones reales aumentaron un 2,1% en el período de tres meses transcurrido hasta marzo del 2008. Este aumento tuvo su origen en el crecimiento relativamente generalizado de las exportaciones, incluido un repunte de las exportaciones a Estados Unidos y el Reino Unido —países hacia los que las exportaciones del euro se habían estancado o reducido desde principios del 2007— y los países exportadores de petróleo, cuya demanda de bienes y servicios de la zona del euro ha venido creciendo de forma sostenida desde el 2003. En el contexto de la significativa subida de los precios del petróleo, en el recuadro 7 se examina con más detalle el «reciclaje» de los ingresos provenientes del petróleo a través del comercio exterior y se evalúa su posible impacto sobre el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de las exportaciones reales de la zona del euro podrían debilitarse ligeramente, en consonancia con los indicios de las encuestas en las que se analizan los niveles de las carteras de pedidos exteriores.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses, registró un saldo próximo al equilibrio en abril del 2008, ya que los superávits de la balanza de bienes y servicios contrarrestaron los déficit de las balanzas de transferencias corrientes y rentas. El paso a una posición cercana al equilibrio frente al superávit por cuenta corriente de 10,3 mm de euros registrado un año antes se debió, principalmente, a la evolución de los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes que, en cifras acumuladas de doce meses, aumentaron 12,9 mm de euros y 9,6 mm de euros, respectivamente (véase gráfico 34). Más recientemente, el descenso del superávit por cuenta corriente también ha sido consecuencia de la caída del superávit de la balanza de bienes que se inició en octubre del 2007.

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Recuadro 7

EL RECICLAJE DE LA FACTURA DEL PETRÓLEO Y SU IMPACTO EN LAS EXPORTACIONES A PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

En los últimos años, los precios del petróleo han experimentado una acusada subida: el precio del barril de Brent, que sirve de referencia, aumentó de los 20 dólares estadounidenses registrados en enero del 2002 a más de 135 dólares en junio del 2008. El incremento sostenido de los precios del crudo se ha traducido en un fuerte aumento de los ingresos de exportación de los países exportadores de petróleo¹ y, por consiguiente, en una notable redistribución de la riqueza, de los países importadores a los

1 En este recuadro, se consideran países exportadores de petróleo los principales países miembros de la OPEP (Argelia, Indonesia, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, los Emiratos Árabes Unidos y Venezuela) además de Omán y Rusia.

países exportadores de este producto, así como en cambios importantes en los respectivos saldos externos. En la zona del euro, en particular, el aumento sostenido de los precios del petróleo desde el 2002 ha dado lugar a un notable deterioro de la balanza por cuenta corriente². No obstante, estos ingresos de exportación adicionales provenientes del petróleo vuelven normalmente, al menos en parte, a las economías importadoras de petróleo, ya sea en forma de un aumento de sus exportaciones o de entradas de capital, lo que ayuda a mitigar el impacto negativo inicial de las subidas de los precios del crudo sobre las respectivas balanzas de pagos. A continuación se analiza «el reciclaje de la factura del petróleo» a través del comercio exterior y se evalúa su posible impacto sobre el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro.

Demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo

El incremento sostenido de los precios del petróleo desde el año 2002 se ha traducido en un notable aumento de los ingresos de exportación anuales de los principales países exportadores de petróleo, que pasaron de, aproximadamente, 412 mm de dólares estadounidenses en el 2002 a 1.259 mm de dólares en el 2007. Al mismo tiempo, las importaciones aumentaron de 226 mm de dólares a 842 mm de dólares, lo que representa una tasa media de crecimiento interanual de alrededor del 26% en términos nominales, cifra muy superior al crecimiento medio de las importaciones mundiales.

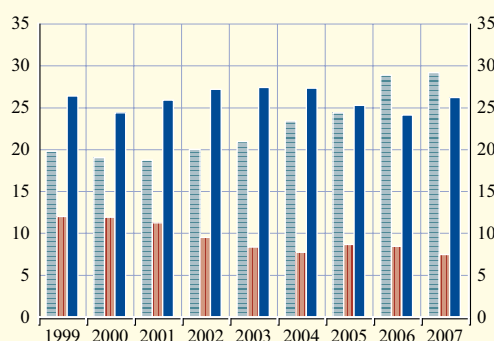
La zona del euro es una de las regiones a las que ha beneficiado significativamente el crecimiento de la demanda de importaciones en los países exportadores de petróleo. A pesar de la creciente participación de las economías asiáticas en estos mercados, la zona del euro ha logrado mantener una cuota de mercado relativamente alta y estable en los últimos años (véase gráfico A). No obstante, este positivo resultado es imputable, principalmente, a Rusia, ya que, en este período, la zona del euro ha registrado un descenso de su cuota de mercado de importaciones respecto a otros países exportadores de petróleo (básicamente los países de la OPEP), que ha bajado de alrededor del 25% en el 2002 al 21% en el 2007. Al mismo tiempo, la cuota de mercado de Estados Unidos en las importaciones totales de los países exportadores de petróleo (incluida Rusia) experimentó una considerable caída, desde el 12% en 1999 hasta el 7,5% en el 2007.

Gráfico A Cuotas de mercado de importación de algunas economías en los países exportadores de petróleo

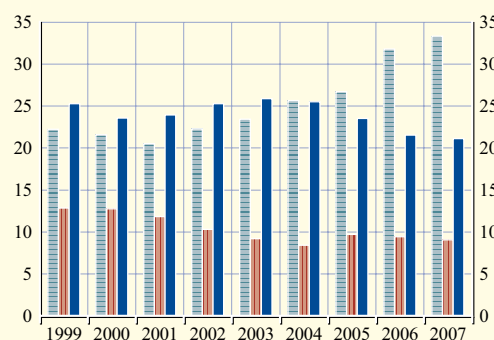
(en porcentaje)

— zona del euro
— Estados Unidos
— Asia

a) Incluida Rusia



b) Excluida Rusia



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

² Véase también el recuadro titulado «Reciclaje de la factura del petróleo y exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2007.

Impacto sobre el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro

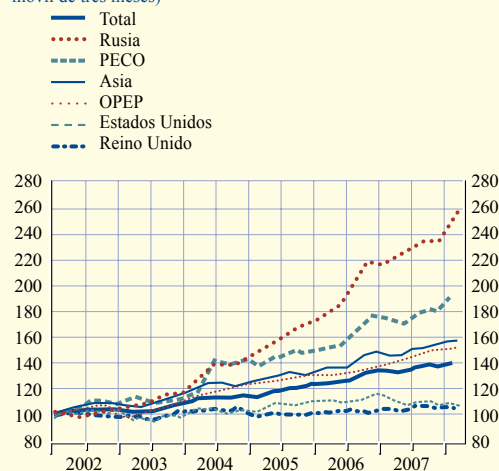
Desde la perspectiva de la zona del euro en su conjunto, la creciente demanda de importaciones por parte de los países exportadores de petróleo y los resultados relativamente favorables obtenidos por la zona del euro en estos mercados se han traducido en un significativo incremento de las exportaciones reales de la zona a estos países (véase gráfico B). Entre el 2002 y el 2007, el crecimiento interanual de las exportaciones reales de bienes a los países miembros de la OPEP y Rusia fue, en promedio, del 7% y del 17%, respectivamente, es decir, una cifra notablemente más alta que el crecimiento medio de las exportaciones reales de bienes a los países no pertenecientes a la zona (que se situó en torno al 5%).

En conjunto, los países exportadores de petróleo han crecido en importancia para las exportaciones de la zona del euro desde el 2002, tanto como mercado de destino como en lo que se refiere a su contribución a la demanda externa. Como se deduce al comparar las cuotas nominales de exportación por país o región de destino como proporción de las exportaciones totales de la zona entre el 2002 y el 2007, se ha producido una reorientación de las exportaciones exteriores de la zona hacia Rusia y los países de la OPEP, pero también hacia los nuevos Estados miembros de la UE. El aumento de la cuota de estos países se ha reflejado en un descenso del porcentaje de exportaciones con destino a economías más industrializadas (véase gráfico C). En este contexto, los países exportadores de petróleo también han contribuido en mayor medida a la demanda exterior de la zona del euro³, estimándose su contribución en torno a una cuarta parte del crecimiento interanual total de dicha demanda en el 2007. Aparte del incremen-

3 Las contribuciones de la demanda exterior se calculan multiplicando la tasa de crecimiento interanual de las importaciones de los respectivos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro por la cuota del país o región en cuestión en las exportaciones totales fuera de la zona.

Gráfico B Distribución geográfica de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(índices reales I 2002 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

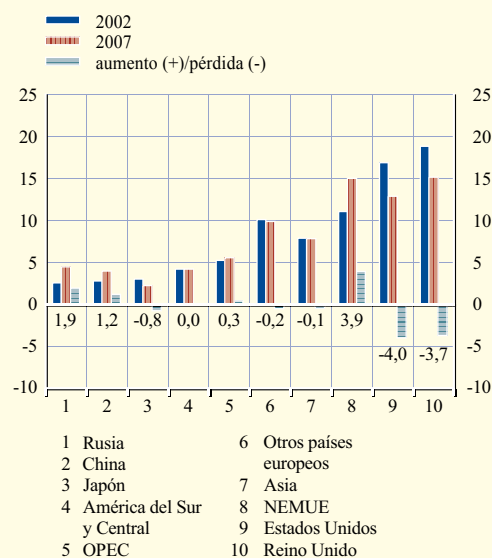


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a abril del 2008, salvo en el caso del total y el Reino Unido (marzo del 2008).

Gráfico C Distribución geográfica de las cuotas de exportación a países no pertenecientes a la zona del euro en términos nominales

(cuotas nominales; aumentos y pérdidas de cuota (en puntos porcentuales); datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a febrero del 2008, salvo en el caso de Rusia, los PECO y la OPEP. Las cifras que aparecen en el gráfico se refieren al aumento (+) o a la pérdida (-) de cuota de mercado. Las siglas NEMUE se refieren a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE a partir del año 2004.

to de la cuota de estos países en las exportaciones de la zona del euro, esta mayor contribución se atribuye, principalmente, al acusado aumento, en términos reales, de las importaciones de los países exportadores de petróleo.

El sólido comportamiento general de las exportaciones de la zona del euro a los países exportadores de petróleo —a pesar de la apreciación del euro frente al dólar estadounidense— puede atribuirse, fundamentalmente, a dos factores: la proximidad geográfica de la zona del euro a la mayoría de los principales exportadores de petróleo y la estructura de la demanda de importaciones en estos países. En primer lugar, la proximidad geográfica supone una ventaja para la zona del euro en comparación con Estados Unidos, especialmente en el caso de Rusia. En segundo lugar, la estructura de la demanda de importaciones de los países exportadores de petróleo viene determinada por el patrón de su expansión económica que, en la mayoría de los países, está inducida por la inversión impulsada, en particular, por el aumento del gasto público en infraestructuras. Los exportadores europeos parecen estar en una situación favorable para satisfacer esta demanda de bienes de equipo.

En general, aunque el elevado precio del petróleo ha tenido un efecto negativo directo sobre la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, el aumento de la demanda en los países exportadores de petróleo parece haber tenido un efecto moderador. Durante el reciente periodo de auge de los precios del crudo se ha producido un notable incremento en el crecimiento de las exportaciones reales de la zona a estos países, que ha sido muy superior al crecimiento medio de las exportaciones totales fuera de la zona.

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta abril del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 13,6 mm de euros, frente a las entradas netas de 2,7 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses que finalizó en enero del 2008 (véase cuadro 8). El aumento de las salidas netas de inversiones directas, que se incrementaron en 6,5 mm de euros guarda relación con un descenso de las entradas netas de inversiones de cartera, que se redujeron en 9,8 mm de euros. Este descenso refleja, principalmente, una caída de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro y un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en el caso de los instrumentos de deuda.

Por lo que respecta a las inversiones de cartera, el descenso de los flujos netos de valores de renta variable en los tres meses transcurridos hasta abril tuvo su origen, fundamentalmente, en la reducción de las entradas de inversiones de residentes extranjeros en acciones y participaciones de la zona del euro. A pesar de este descenso, los residentes extranjeros siguieron siendo compradores netos de este tipo de valores, en vista de los positivos diferenciales de rendimiento entre la zona del euro y Estados Unidos. Al mismo tiempo, los residentes en la zona del euro repatriaron inversiones en valores de renta variable extranjeros, continuando así una tendencia que se inició en enero del 2008 y que podría guardar relación con una renovada inquietud respecto a la evolución de los créditos y con el consiguiente aumento de la aversión al riesgo. En el caso de los instrumentos de deuda, el cambio de signo (de entradas netas a salidas netas) refleja, principalmente, un descenso de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes, que se ha producido a pesar del aumento de los diferenciales de tipos de interés entre la zona del euro y Estados Unidos, y que favorece a la inversión en la zona del euro.

Por lo que se refiere a las inversiones directas, el aumento observado de las salidas netas guarda relación, principalmente, con la repatriación, por parte de los residentes extranjeros, de acciones y otras

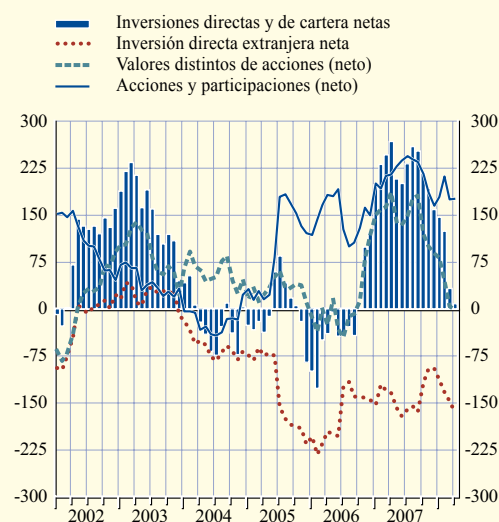
participaciones, beneficios reinvertidos y préstamos entre empresas relacionadas. Al mismo tiempo, se redujeron las salidas netas de inversiones de la zona del euro en exterior, en consonancia con un cierto deterioro de las perspectivas de las empresas multinacionales de la zona, cuyo valor en los mercados bursátiles ha disminuido, en general, tras haber aumentado de forma sostenida en el transcurso de los últimos años.

En el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2008, las entradas netas totales en concepto de inversiones directas y de cartera aumentaron hasta casi 8 mm de euros, lo que representa un considerable descenso en comparación con las entradas netas de 268 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 35). Este descenso tuvo su origen, principalmente, en una caída de las entradas netas de inversiones de cartera (173,9 mm de euros) que, a su vez, refleja en gran medida una reducción de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de inversores no residentes. Las inversiones de cartera acumuladas, realizadas por residentes extranjeros en la zona del euro, en valores de renta variable también se redujeron con el tiempo, a pesar de un aumento del diferencial de crecimiento esperado de los beneficios entre la zona del euro y Estados Unidos desde mayo del 2007. Al mismo tiempo, las salidas netas de inversiones directas se incrementaron en relación con las cifras contabilizadas un año antes, registrándose unas salidas netas acumuladas por importe de 165,9 mm de euros en el periodo de doce meses transcurrido hasta abril del 2008.

En conjunto, y pese al hecho de que los flujos financieros se caracterizan, en general, por la volatilidad de los datos, el panorama global parece indicar que las inversiones transfronterizas, tanto directas como de cartera, se han seguido viendo afectadas por las turbulencias de los mercados de crédito, que se iniciaron en agosto del 2007, y que los inversores mantienen, en general, la cautela con respecto a sus estrategias de inversión en el exterior.

Gráfico 35 Agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

ARTÍCULOS

UNA POLÍTICA MONETARIA Y MÚLTIPLES POLÍTICAS FISCALES PARA GARANTIZAR EL BUEN FUNCIONAMIENTO DE LA UEM



La zona del euro se caracteriza por una combinación única de políticas, es decir, una política monetaria centralizada y unas políticas fiscales en gran medida descentralizadas, aunque estrechamente coordinadas (así como otras políticas económicas descentralizadas que no se contemplan en este artículo). Esta característica de «una política monetaria y múltiples políticas fiscales» es la clave del marco institucional que rige las interacciones entre ambas políticas en la zona del euro y cuyo objetivo es garantizar el buen funcionamiento de la UEM. En este artículo se resumen las ideas extraídas de la literatura macroeconómica acerca de cómo diseñar adecuadamente las interacciones entre la política monetaria y las políticas fiscales en áreas monetarias y se relacionan dichas ideas con las características fundamentales del marco institucional de la zona del euro, prestando especial atención a los aspectos conceptuales. Asimismo, se subrayan las ventajas de aplicar políticas monetarias y fiscales dentro de un marco basado en normas y se comentan algunos indicadores empíricos que sintetizan la política monetaria y las políticas fiscales aplicadas en la zona del euro durante el período 1999-2007. Partiendo de esta evidencia, la conclusión que se extrae en este artículo es que los considerables beneficios que ofrece un marco basado en normas corren peligro si los responsables de formular las políticas no son capaces de generar resultados que sean acordes con los objetivos establecidos.

I INTRODUCCIÓN

El marco institucional de la UEM es singular y se caracteriza por una política monetaria única, cuya responsabilidad recae en un órgano supranacional (es decir, comunitario), y por políticas fiscales en gran medida descentralizadas, que son competencia de los Estados miembros soberanos, pero que están sujetas a procedimientos de coordinación en función de determinadas normas. El marco está basado en unos objetivos claramente especificados y en una atribución clara de responsabilidades entre las distintas áreas. Dado el gran número de responsables involucrados en el proceso de toma de decisiones, estas características son indispensables para garantizar un funcionamiento correcto y efectivo de la UEM. En cuanto a las interacciones entre la política monetaria y las políticas fiscales, el marco es propicio para lograr resultados coherentes, siempre que todos los responsables de formular las políticas cumplan con sus responsabilidades.

En este contexto, en este artículo se resumen las ideas extraídas de recientes contribuciones a la literatura macroeconómica acerca de cómo diseñar las interacciones entre las políticas monetaria y fiscal en uniones monetarias. El artículo ayuda a entender mejor los fundamentos en los que se basan las disposiciones y los principios generales del marco institucional de la UEM que rigen la relación entre la política monetaria y la política fiscal¹. En este artículo también se analizan algunos

indicadores empíricos que resumen la política monetaria y las políticas fiscales aplicadas en la zona del euro durante el período 1999-2007. En conjunto, aunque los resultados de ambas políticas son satisfactorios desde un punto de vista histórico, presentan diferencias considerables en un entorno caracterizado por una serie de difíciles retos derivados de determinadas perturbaciones negativas imprevistas. Por lo que respecta a la política monetaria, la estabilidad de precios se ha conseguido en términos generales, a pesar de los fuertes aumentos de los precios internacionales de las materias primas —sobre los que la política monetaria no tiene influencia directa— que han afectado a Europa y al resto del mundo, y que se han traducido en una tasa media de inflación que ha permanecido ligeramente por encima del 2% desde la introducción del euro. Aunque no hay margen para la complacencia, este resultado es notable. En las décadas anteriores a la adopción del euro, las tasas medias de inflación anual de los distintos países eran significativamente más altas que las de la zona del euro durante el período 1999-2007. La valoración global de la política fiscal es matizable. Por una parte, la situación presupuestaria general de la zona del euro ha mejorado considerablemen-

¹ Para un análisis detallado del marco institucional, en el que también se abarcan numerosos aspectos no contemplados en este artículo, y de la estrategia de política monetaria del BCE, véase la edición especial de junio del 2008 del Boletín Mensual publicado con ocasión del 10.º aniversario del euro. Véase también el artículo titulado «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2003.

te en los últimos años. Por otra, algunos países de la zona todavía tienen que conseguir y mantener situaciones presupuestarias saneadas, y reducir la ratio de deuda a niveles más sostenibles. A este respecto, el hecho de que muchos países no hayan saneado sus finanzas públicas con más rapidez aprovechando las épocas de bonanza económica ha sido especialmente desalentador.

En la sección 2 se analizan las ideas extraídas de la literatura acerca de cómo formular las políticas monetaria y fiscal, prestando especial atención a aspectos propios de las uniones monetarias. En la sección 3 se resumen las características fundamentales de los mecanismos institucionales y los principios generales de la política monetaria y de las políticas fiscales de la zona del euro. En la sección 4 se adopta un enfoque empírico y se resume la ejecución de ambas políticas en la zona del euro durante el período 1999-2007. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 PRINCIPIOS Y REQUISITOS INSTITUCIONALES PARA FORMULAR POLÍTICAS MONETARIAS Y FISCALES SÓLIDAS EN UNA UNIÓN MONETARIA

En esta sección se identifican los principios y requisitos institucionales generalmente acordados para formular políticas monetarias y fiscales sólidas. En primer lugar, se abordan una serie de cuestiones generales, antes de pasar a aspectos que son exclusivos de la zona del euro y que tienen que ver con la combinación de una política monetaria centralizada y de políticas fiscales descentralizadas, aunque estrechamente coordinadas, en una unión monetaria.

INTERACCIONES ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS POLÍTICAS FISCALES: ASPECTOS GENERALES

En primer lugar, las disposiciones sobre política monetaria del marco institucional deben respetar la idea esencial de que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede realizar en favor del crecimiento económico sostenible, la creación de empleo, la prosperidad y la estabilidad social. Esta valoración se cimenta en abundante evidencia empírica y en teoría económica bien fundada².

Además, la idea general es que la política monetaria sólo puede afectar a la evolución de precios con desfases significativos y variables, lo cual imposibilita que se pueda ajustar la tasa de inflación a corto plazo. Esta idea exige que la política monetaria tenga una orientación a medio plazo.

En segundo lugar, las disposiciones sobre política fiscal del marco institucional deben respetar la idea esencial de que para lograr crecimiento y prosperidad es indispensable contar con políticas presupuestarias saneadas y sostenibles. Esta idea está firmemente cimentada en la literatura sobre finanzas públicas y crecimiento. También es altamente relevante desde la perspectiva de la política monetaria, ya que garantiza que si las políticas fiscales se aplican de esta forma, propiciarán un entorno macroeconómico que facilitará sustancialmente la labor de un banco central orientado hacia la estabilidad³.

En tercer lugar, el marco institucional debería no sólo contemplar una asignación clara de objetivos entre las autoridades responsables de la formulación de políticas, sino también favorecer esta asignación concediendo al banco central un nivel elevado de independencia, que lo aisle de cualquier influencia política en la ejecución de la política monetaria. Esta característica institucional es indispensable para que el banco central pueda mantener la estabilidad de precios, dadas las distintas interdependencias entre las políticas monetaria y fiscal. Por una parte, la política fiscal es importante para la política monetaria. En concreto, además de los efectos que tiene en la demanda (que suelen afectar directamente a las perspectivas de inflación), también influye en el lado de la oferta de la economía y en la manera en que responde a las medidas de política monetaria. Además, determinadas medidas presupuestarias, como modificaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados, repercuten directamente en la evolución de precios. Por otra parte, la política monetaria es importante para la política fiscal. En particular, las decisiones de política monetaria afectan

2 Para un resumen detallado, véase el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

3 Véase el artículo titulado «Política fiscal y crecimiento económico», en el Boletín Mensual de agosto del 2001.

a la restricción presupuestaria general del sector público, ya que las variaciones de los tipos de interés y de las expectativas de inflación (que, a medio plazo, están influenciadas por la política monetaria) inciden en la carga de intereses de la deuda pública. Desde esta perspectiva, una política monetaria creíble puede favorecer directamente la correcta aplicación de las políticas fiscales, garantizando que las expectativas de baja inflación y las reducidas primas de riesgo de inflación estén incorporadas en los rendimientos de la deuda pú-

blica a largo plazo. Debido a estas (y a otras) interdependencias, es necesario incorporar los mandatos de los bancos centrales independientes, orientados hacia la estabilidad, a mecanismos institucionales más amplios que también contemplen las responsabilidades básicas de las autoridades responsables de formular la política presupuestaria. En concreto, estas responsabilidades deben incluir un compromiso presupuestario creíble de respetar el objetivo perseguido por la política monetaria, como se indica con más detalle en el recuadro 1.

Recuadro 1

REQUISITOS NECESARIOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD DE PRECIOS: PRINCIPALES IDEAS EXTRAÍDAS DE LA LITERATURA SOBRE LAS INTERACCIONES ENTRE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL

La literatura sobre las interacciones entre las políticas monetaria y fiscal parte de la observación de que cualquier modelo consistentemente especificado de equilibrio general dinámico tiene que contemplar una restricción presupuestaria intertemporal que conlleve aportaciones presupuestarias tanto de la política monetaria como de la política fiscal. Para presentarlo de forma simple, esta restricción, en un contexto de economía cerrada, puede expresarse mediante la ecuación siguiente:

$$(1) \quad \frac{R_{t-1} B_{t-1} + M_{t-1}}{p_t} = \sum_{s=0}^{\infty} s_{t+s}^f + s_{t+s}^m$$

La ecuación (1) recoge la idea general de que, en cualquier período representativo t , el valor real de los saldos vivos nominales de los pasivos del sector público emitidos en el pasado (el miembro izquierdo de la ecuación) debe equilibrarse con un flujo adecuado de superávit futuros descontados (el miembro derecho de la ecuación). Concretamente, en la ecuación (1), el término s_{t+s}^f corresponde al valor descontado del superávit presupuestario primario (es decir, la diferencia entre los ingresos impositivos y el gasto público) en un período $t+s$, mientras que s_{t+s}^m se refiere al valor descontado de los ingresos por señoreaje devengados por el banco central en el mismo período. Este último término está relacionado con los ingresos por intereses que el banco central recibe por los activos que respaldan la base monetaria de su balance y transfiere a las autoridades fiscales¹. En cuanto al miembro izquierdo de la ecuación (1), M_{t-1} indica el saldo vivo nominal de la base monetaria, que es una variable predeterminada desde la perspectiva del período t . De forma similar, B_{t-1} corresponde al saldo predeterminado de la deuda pública nominal remunerada, con el factor de interés nominal R_{t-1} , mientras que p_t indica el nivel de precios vigente en el período t .

Para que el banco central pueda controlar la inflación a medio plazo, es bien conocido que la política monetaria no debe estar sobrecargada con otros objetivos. Dada la interdependencia presupuestaria entre las políticas monetaria y fiscal, que se resume en la ecuación (1), esta idea general implica que la política monetaria debe aplicarse en un marco institucional que evite cualquier tipo de «predominio fiscal». En este contexto, en la literatura reciente se han identificado dos canales diferenciados.

1 En términos estrictos, únicamente el efectivo en circulación devenga interés cero. Sin embargo, siempre que el tipo de interés al que se remuneran las reservas sea inferior al tipo de interés de mercado, los ingresos netos por intereses devengados por el banco central en relación con las reservas también serán positivos.

En primer lugar, las transferencias de ingresos por señoreaje que realiza el banco central a las autoridades fiscales pueden ser un sustituto de la tributación. En otras palabras, unas autoridades fiscales «laxas» —es decir, que intenten evitar los costes políticos a corto plazo derivados de la imposición de disciplina fiscal— pueden encontrar un incentivo en obtener del banco central aportaciones pre-determinadas al presupuesto general en concepto de señoreaje. Para evitar esta situación, es necesario un marco institucional que garantice que el banco central goce de plena independencia en todo momento para llevar a cabo operaciones de política monetaria que estén en consonancia con su objetivo de inflación, independientemente de sus repercusiones presupuestarias en relación con la ecuación (1). En la situación extrema de que las autoridades fiscales se vean obligadas a incumplir el pago de la deuda pendiente, este requisito necesario también debe contemplar la protección de la política monetaria mediante una cláusula de no corresponsabilidad financiera.

En segundo lugar, para unas expectativas dadas del flujo total de ingresos por señoreaje del banco central independiente, el sector privado puede, no obstante, percibir que las políticas fiscales no son sostenibles sin que se produzca de forma inmediata un incumplimiento abierto. En cambio, en la medida en que los pasivos vivos del sector público se emitan en términos nominales, dichas expectativas pueden generar revalorizaciones de los citados pasivos en términos reales mediante ajustes de una vez por todas del nivel de precios, provocados a través de efectos riqueza de las expansiones fiscales sobre el gasto privado. Para evitar esta situación, es necesario un compromiso fiscal, que complemente el primer requisito y garantice que la deuda pública permanezca siempre en una senda sostenible que no ejerza presión alguna sobre el nivel de precios vigente. La lógica de este canal de revalorización, cuando se aplica a una unión monetaria, implica que un aumento de la deuda pública de un país miembro, cuando no está respaldado por futuras subidas de impuestos, puede ejercer determinada presión al alza sobre el nivel de precios de toda la unión. Por tanto, este canal secunda de forma natural las recomendaciones de limitar las emisiones de deuda de los países miembros mediante normas fiscales².

2 Para acceder a explicaciones detalladas (economía cerrada) de estos dos canales, véanse, en concreto, T. Sargent y N. Wallace (1981), «Some unpleasant monetarist arithmetic», Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, edición de otoño, pp. 1-17, y M. Woodford (2001), «Fiscal requirements for price stability», Journal of Money, Credit, and Banking, 33/3, pp. 669-728. Para un análisis en el contexto de uniones monetarias, véase, por ejemplo, P. Bergin (2000), «Fiscal solvency and price level determination in a monetary union», Journal of Monetary Economics, 45/1, pp. 37-53.

En cuarto lugar, el marco de las políticas monetaria y fiscal debe tener en cuenta que, en las últimas décadas, la teoría macroeconómica ha sido testigo de una nueva y profunda evaluación de las ventajas de las políticas basadas en normas, en contraposición a las políticas puramente «discrecionales»⁴. En la actualidad, la idea general es que estas últimas, que asumen que las autoridades responsables mejoran en cada período su política actual y futura en respuesta a cambios de las circunstancias, al presuponer, equivocadamente, que las expectativas del sector privado no asimilarán dicha conducta ad hoc con el tiempo, tienden a ser contraproducentes y costosas.

Existen numerosas formas de ilustrar esta idea general, que afecta a todas las áreas de formulación

de políticas. Por ejemplo, los intentos de aumentar el empleo mediante una política monetaria expansiva a cualquier nivel de salarios nominales (que incorporan, entre otros, expectativas de inflación futura) no pueden tener efectos duraderos sobre el empleo, porque las expectativas de inflación se ajustarán⁵. Sin embargo, también existe el enten-

4 Algunos documentos fundamentales a este respecto son F. Kydland y E. Prescott (1977), «Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans», Journal of Political Economy, 85/3, pp. 473-91, y R. Barro y D. Gordon (1983), «Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy», Journal of Monetary Economics, 12/1, pp. 101-121.

5 Igualmente, los esfuerzos por aumentar los ingresos públicos mediante un incremento de los impuestos sobre el capital a un determinado nivel de stock de capital de la economía (que depende, entre otras cosas, de las expectativas en relación con los tipos impositivos futuros) pueden ser contraproducentes si, con el tiempo, las decisiones de inversión se ajustan al aumento de los tipos impositivos.

dimiento de que a los responsables de la toma de decisiones de política les resulta difícil evitar de forma creíble este tipo de conducta discrecional, a menos que reciban el apoyo adecuado del marco institucional⁶.

En cuanto a la política monetaria, cuando la independencia del banco central se combina con el mandato inequívoco de mantener la estabilidad de precios y con una orientación a medio plazo de la política monetaria, comunicada de forma coherente, ya se ha recorrido gran parte del camino para cosechar las ventajas que se derivan de una política basada en normas. En este contexto, es importante subrayar que el anuncio de una definición cuantitativa de estabilidad de precios actúa como instrumento de compromiso que puede utilizarse de forma permanente para controlar y evaluar el desempeño del banco central a medio plazo. Además, también es eficaz como mecanismo de coordinación implícita para el resto de autoridades encargadas de la toma de decisiones de política.

En lo que respecta a las políticas fiscales, dadas las limitaciones asociadas a los ciclos de elecciones políticas y la pluralidad de objetivos, faltan mecanismos similares, lo que quiere decir que la política presupuestaria se ve influida en mayor medida por consideraciones a corto plazo. Esto implica que las disposiciones del marco institucional relativas a la política fiscal deben ser lo suficientemente flexibles como para dar cabida a

estas consideraciones. En general, la mejor manera de hacer frente a las fluctuaciones a corto plazo de la actividad económica es dejar que los estabilizadores automáticos funcionen libre y simétricamente a lo largo del ciclo. Aplicando la política fiscal de esta forma, se eliminan los desequilibrios de la deuda pública a medio y a largo plazo y se evitan las presiones inflacionistas que podrían surgir con políticas presupuestarias procíclicas. Esta recomendación, que se explica con más detalle en el recuadro 2, refleja que las experiencias anteriores de activismo fiscal, es decir, el uso de medidas fiscales discrecionales destinadas a ajustar el ciclo económico, han sido decepcionantes. Al mismo tiempo, las disposiciones en materia de política fiscal deben garantizar que la necesaria flexibilidad a corto plazo no pueda poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Para ello, se requieren mecanismos eficaces de vigilancia fiscal que eviten cualquier resultado presupuestario no sostenible, los cuales deben materializarse en normas vinculantes que respeten principios fundamentales tales como sencillez, transparencia y exigibilidad, garantizando así la credibilidad del marco en su conjunto⁷.

6 Para obtener una visión general no técnica de estos conceptos, véase, por ejemplo, V. V. Chari y P. Kehoe (2006), «Modern macroeconomics in practice: how theory is shaping policy», *Journal of Economic Perspectives*, 20/4, pp. 3-28.

7 Para una exposición detallada de «buenos» principios de las normas fiscales, véase G. Kopits y S. Symansky (1998), «Fiscal policy rules», Occasional Paper n.º 162, FMI.

Recuadro 2

MEDIDAS DISCRECIONALES DE POLÍTICA FISCAL

Las experiencias anteriores de activismo fiscal, es decir, de políticas fiscales encaminadas a ajustar el ciclo económico, son decepcionantes. Existe abundante evidencia de que las políticas fiscales discrecionales aplicadas en la década de los setenta en muchos países europeos y otros países de la OCDE no estabilizaron sus economías, como se pretendía, sino que generaron un aumento sostenido de la deuda en relación con el PIB. En múltiples casos, las medidas de política fiscal resultaron ser procíclicas, es decir, que agudizaron el ciclo, más que contracíclicas, que era la intención original. El fracaso de las políticas fiscales activistas se debe a determinados factores, entre los que destacan los desfases de información, de aplicación, políticos y económicos asociados a las medidas discrecionales de política fiscal. Para que dichas políticas sean efectivas, los responsables de formularlas tienen que identificar correctamente el momento del ciclo económico, y las medidas fiscales correspondien-

tes deben aplicarse en el momento oportuno, estar adecuadamente orientadas y ser de carácter transitorio. En la práctica, es muy difícil que se cumplan estas condiciones. Además, si las fluctuaciones del crecimiento económico a corto plazo son consecuencia de cambios en la oferta, más que en la demanda, las políticas fiscales activistas destinadas a suavizar el crecimiento a corto plazo serán desestabilizadoras, más que estabilizadoras. En este entorno, ha surgido una opinión consensuada que afirma que la mejor contribución que puede hacer la política fiscal a la estabilización macroeconómica a corto plazo es evitar ajustes fiscales discrecionales y garantizar el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos (la respuesta automática de los impuestos y de las prestaciones por desempleo al ciclo económico)¹.

Aunque debe evitarse el activismo fiscal destinado a ajustar el ciclo económico, existen circunstancias en las que se justifican medidas fiscales discrecionales. En primer lugar, la línea de razonamiento teórico presentada en este artículo hace hincapié en que el objetivo central de la política fiscal debe ser garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. En el caso de países con situaciones presupuestarias insostenibles, ello supone la necesidad de adoptar medidas de saneamiento estructural para corregir los desequilibrios presupuestarios. En ocasiones se argumenta que durante el período de transición habrá una oposición entre los objetivos de conseguir unas finanzas públicas saneadas y de lograr la estabilización macroeconómica. Sin embargo, existe evidencia que demuestra que es probable que el coste en términos de la producción derivado de las medidas de saneamiento para corregir desequilibrios presupuestarios graves sea reducido o incluso nulo². En segundo lugar, pueden ser necesarias medidas discrecionales de política fiscal para corregir graves desequilibrios macroeconómicos internos o externos. En tercer lugar, pueden requerirse medidas urgentes de política fiscal en el caso, poco habitual, de crisis importantes. Por último, aunque se evite el activismo fiscal, no desaparece la necesidad de ajustar las políticas a los requerimientos de la economía. En concreto, en muchos países de la zona del euro, existe un amplio margen para mejorar la calidad del gasto público y de la fiscalidad, en aras de fomentar el crecimiento económico y la creación de empleo a largo plazo³.

1 Véanse J. B. Taylor (2000), «Reassessing discretionary fiscal policy», *Journal of Economic Perspectives* 14 (3), pp. 21-36, y A. Auerbach (2002), «Is there a role for discretionary fiscal policy?», en *Rethinking Stabilization Policy*, documentos del simposio del Federal Reserve Bank of Kansas City, 29-31 de agosto de 2002, pp. 109-150.

2 Véase G. Briotti (2005), «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», *Occasional Paper* n.º 38, BCE.

3 Para más información sobre estos argumentos en el contexto de la zona del euro, véanse el artículo titulado «Política fiscal y crecimiento económico», en el Boletín Mensual de agosto del 2001, y el artículo titulado «La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

INTERACCIONES ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS POLÍTICAS FISCALES: ASPECTOS PROPIOS DE LAS UNIONES MONETARIAS

Además de los principios resumidos hasta el momento, el marco general debe ser coherente con los principios básicos de una unión monetaria caracterizada por una política monetaria única y múltiples políticas fiscales descentralizadas. Para una unión monetaria de este tipo, cualquier política óptima debe favorecer una división clara del trabajo entre los objetivos de las políticas centralizadas y los de las políticas descentralizadas. El

objetivo de la política monetaria debe ser mantener la estabilidad de precios en la unión monetaria en su conjunto. En cambio, los responsables de elaborar la política fiscal están preparados para absorber las perturbaciones concretas que se produzcan en su país. Esta última característica exige cierto grado de flexibilidad en la ejecución de las políticas fiscales a escala nacional, principalmente permitiendo que los estabilizadores automáticos actúen para absorber cualquier perturbación.

Sin embargo, al mismo tiempo, las uniones monetarias de este tipo crean dificultades para coordinar

las distintas políticas fiscales, lo cual exige que se impongan restricciones en las políticas nacionales. En este contexto, a pesar de que exista una cláusula creíble de no corresponsabilidad financiera que proteja al banco central, la emisión excesiva de deuda pública nacional constituye un riesgo ampliamente reconocido. Dado el elevado número de autoridades independientes responsables de la formulación de la política fiscal que comparte las ventajas de una moneda única y obtiene acceso a un ahorro colectivo mayor, debe evitarse cualquier situación en la que se creen incentivos inapropiados que favorezcan el endeudamiento excesivo de las Administraciones Públicas⁸. Estos incentivos surgen cuando se puede financiar la deuda nacional a tipos de interés establecidos en gran medida a escala de la unión que no incorporan del todo ajustes por riesgo adecuados y adaptados a cada país. Si no se frenan, es probable que estos incentivos se potencien entre sí, generando unos déficit presupuestarios mayores y una presión al alza sobre los tipos de interés en toda la zona, y, en consecuencia, unas condiciones de financiación menos favorables en todos los países participantes. En principio, los propios mercados financieros deberían eliminar dichos incentivos asignando primas de riesgo apropiadas a la deuda soberana. Sin embargo, en la práctica, debido cuando menos al cortoplacismo y al comportamiento gregario de los inversores, la discriminación entre características de riesgo de la deuda pública nacional por parte de los mercados financieros tiende a no ser del todo fiable y, a menudo, es incompleta⁹. Para compensar estos aspectos, existe una necesidad complementaria clara de contar con un marco presupuestario colectivo que limite las emisiones de deuda pública nacional.

En síntesis, las uniones monetarias, por naturaleza, generan retos específicos que deben sopesarse detenidamente en el marco general. En concreto, el marco debe reconocer la necesidad de conceder a las autoridades responsables de formular la política fiscal la flexibilidad requerida a escala nacional con el fin de hacer frente, cuando proceda, a cualquier cambio que se produzca en el ámbito nacional. Al mismo tiempo, el marco debe reconocer también la necesidad de imponer una disciplina estricta basada en normas a todos los responsables de formular políticas fiscales, garantizando así

que éstos consigan y mantengan, en cada país miembro, situaciones presupuestarias saneadas.

3 MECANISMOS INSTITUCIONALES Y PRINCIPIOS GENERALES DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE LAS POLÍTICAS FISCALES DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se trata de demostrar que los mecanismos institucionales y los principios generales de la política monetaria y de las políticas fiscales de la zona del euro son coherentes con las ideas que se resumen en la sección 2. Al mismo tiempo, dado que estas ideas tienen un carácter general, es evidente que muchos de los aspectos más específicos del marco de la zona del euro no pueden entenderse sin un conocimiento del contexto histórico y de las características concretas de los países que la integran.

LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea confiere la responsabilidad sobre la política monetaria al Eurosistema y le confía de forma inequívoca el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo. Para garantizar que pueda cumplir este cometido con efectividad, el Eurosistema y los miembros de sus órganos rectores disponen de un alto grado de independencia. Para facilitar la aplicación clara y práctica del principio general de independencia del banco central, el Tratado contempla explícitamente algunas de sus dimensiones, asegurando la independencia desde los puntos de vista institucional, personal y financiero.

Además, el Eurosistema posee independencia funcional para poder cumplir su mandato principal de salvaguardar la estabilidad de precios en la zona del euro. De acuerdo con esta estipulación, en octubre de 1998 el Consejo de Gobierno del BCE elaboró y anunció una estrategia de política monetaria detallada. Como parte importante de esta estrate-

8 Para más información, véase C. Detken, V. Gaspar y B. Winkler (2004), «On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union», Working Paper n.º 420, BCE.

9 Véase el artículo titulado «Políticas presupuestarias y mercados financieros», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

gia, el Consejo de Gobierno adoptó la siguiente definición cuantitativa de estabilidad de precios: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%. La estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Tras efectuar una exhaustiva evaluación de la estrategia en el 2003, el Consejo de Gobierno aclaró que, de acuerdo con esta definición, su objetivo es mantener las tasas de inflación medida por el IAPC «en un valor inferior, aunque próximo, al 2%». Este enfoque es suficiente para protegerse de los riesgos de inflación muy baja y de deflación. El enfoque general del BCE en lo que respecta a la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios se fundamenta en dos perspectivas analíticas, que suelen denominarse los dos pilares. En el marco basado en dos pilares, el análisis monetario sirve principalmente para contrastar, con un horizonte a medio y a largo plazo, las señales a corto y a medio plazo procedentes del análisis económico. En términos generales, al ofrecer perspectivas complementarias, los dos pilares garantizan una valoración completa de los riesgos para la estabilidad de precios.

POLÍTICAS FISCALES NACIONALES

Los mecanismos institucionales relativos a las políticas fiscales reflejan el principio fundamental de que la disciplina fiscal es necesaria para el correcto funcionamiento de una unión monetaria. El Tratado y la legislación secundaria derivada del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ofrecen un marco efectivo de vigilancia presupuestaria que abarca toda la zona y está concebido para garantizar la disciplina fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Además de prohibir expresamente la financiación de la deuda pública por parte del banco central y de establecer que ni la Comunidad ni ningún Estado miembro responderán de los compromisos de otros Estados miembros (cláusula de «no corresponsabilidad financiera»), el Tratado obliga a todos los Estados miembros a evitar déficit públicos excesivos. Para los países de la zona del euro que no cumplan con los límites máximos de déficit y de deuda pública (3% del PIB y 60% del PIB, respectivamente) definidos en el Protocolo sobre el procedimiento

aplicable en caso de Déficit Excesivo (PDE) que figura como anexo al Tratado, el procedimiento puede dar lugar, en última instancia, a la imposición de sanciones.

El PEC, adoptado en 1997, complementa y refuerza el marco fiscal de la UE¹⁰. El «aspecto preventivo» del PEC, destinado a evitar los déficit excesivos, proporciona un procedimiento concreto de vigilancia multilateral, según el cual los países que han adoptado la moneda única tienen que presentar anualmente un «programa de estabilidad». Sin embargo, los países no pertenecientes a la zona del euro se comprometen a presentar un «programa de convergencia». Estos programas contienen un resumen general de la evolución económica y de las finanzas públicas de los Estados miembros, junto con el objetivo de medio plazo (MTO, en sus siglas en inglés) para el saldo presupuestario estructural, y una trayectoria de ajuste para conseguir dicho objetivo. El PEC también incluye un conjunto de procedimientos que conforman el «aspecto correctivo», encaminados a garantizar la corrección rápida de los déficit excesivos. En concreto, el PEC establece un procedimiento por pasos para asegurar que los países implanten medidas oportunas y eficientes para reducir los déficit elevados. La reforma del PEC en el 2005 dotó de mayor flexibilidad a los procedimientos. En concreto, se incrementó el grado de discreción aplicable a la hora de determinar un déficit excesivo y se ampliaron los plazos de los procedimientos. Muchos observadores, incluido el BCE, expresaron su preocupación acerca de que estos cambios pudieran complicar y restar transparencia al marco presupuestario de la UE, minando así la confianza en el marco y la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países de la zona del euro¹¹.

La Comisión Europea y el Consejo ECOFIN, es decir, el Consejo de la Unión Europea reunido en su composición de ministros de Economía y Fi-

10 El PEC consta de un Reglamento del Consejo Europeo y de los Reglamentos 1466/97 y 1467/97 adoptados en 1997, modificados en el 2005 por los Reglamentos 1055/05 y 1056/05.

11 Véanse el comunicado emitido por el Consejo de Gobierno del BCE el 21 de marzo de 2005 y el artículo titulado «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en el Boletín Mensual de agosto del 2005.

Cuadro 1 IAPC general y sus componentes en la zona del euro

(tasas medias de variación anual)

	Total	Total excluidos energía y alimentos no elaborados	Energía	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales no energéticos	Servicios
1999-2007	2,06	1,73	5,05	2,37	2,41	0,77	2,28
1999-2003	1,98	1,70	4,08	2,81	2,26	0,84	2,23
2004-2007	2,16	1,76	6,28	1,81	2,58	0,69	2,35

Fuente: Eurostat.

nanzas de todos los Estados miembros de la UE, desempeñan un papel fundamental en la aplicación del marco presupuestario de la UE. El Tratado de Lisboa, que fue firmado el 13 de diciembre de 2007 y, tras su ratificación por los Estados miembros de la UE, está previsto que entre en vigor el 1 de enero de 2009, atribuye un papel más destacado al Eurogrupo —actualmente un grupo informal que reúne mensualmente a los ministros de Economía y Finanzas de los países que integran la zona del euro. Asimismo, el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios y el presidente del BCE participan regularmente en las reuniones del Eurogrupo. Aunque el Tratado de Lisboa no modifica de forma esencial las disposiciones de los tratados actuales sobre política económica y monetaria, establece que, en determinados asuntos, únicamente tendrán derecho a decidir los países de la zona del euro. Por ejemplo, las decisiones sobre el incumplimiento del PEC por parte de algún país sólo serán adoptadas por los países de la zona, y sin el Estado miembro en cuestión.

4 POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICAS FISCALES EN LA ZONA DEL EURO: ALGUNOS INDICADORES

En esta sección se describen los principales resultados de la política monetaria y de las políticas fiscales en la tercera fase de la UEM para el período 1999-2007, considerando algunos indicadores seleccionados que incluyen resultados agregados y circunstancias individuales de los distintos países.

ALGUNOS INDICADORES DE LA POLÍTICA MONETARIA

En el cuadro 1 figuran las tasas medias de inflación anual medida por el IAPC (tanto las totales como las de sus principales componentes) de la zona del

euro para el período 1999-2007. Durante este período, la inflación medida por el IAPC general fue baja, en promedio, y notablemente estable en términos históricos y en comparación con los países que registraron los mejores niveles en términos de estabilidad de precios en el período anterior a la UEM. La inflación interanual medida por el IAPC alcanzó su valor más alto (el 3,1%) en mayo del 2001 y su valor más bajo (el 0,8%) en febrero de 1999¹². Sin embargo, la tasa media de inflación anual medida por el IAPC en este período se situó ligeramente por encima del 2%, y a partir del 2000 las tasas correspondientes han excedido de forma continua el límite superior establecido en la definición de estabilidad de precios del BCE. Estos resultados se debieron, en gran medida, a determinadas perturbaciones negativas imprevistas que se produjeron en dicho período, como se desprende de los valores medios más bajos de la inflación medida por el IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y de la energía.

A lo largo de todo el período, la inflación general estuvo determinada, en concreto, por la considerable aportación de la energía, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo (véase cuadro 1), y la sustancial contribución de los precios de los alimentos, que fueron reflejo de determinadas perturbaciones meteorológicas, el efecto de enfermedades sufridas por ciertos animales y los aumentos de los impuestos sobre el tabaco. La evolución de los precios de los alimentos se vio compensada, en parte, por una trayectoria general favorable de los precios de los bienes industriales no energéticos, que fue atribuible a la intensa competencia internacional, al progreso técnico y al rápido crecimiento de la pro-

12 Más recientemente, en mayo del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 3,7%.

Gráfico 1 Desviación típica móvil de la inflación medida por el IAPC y de determinados componentes

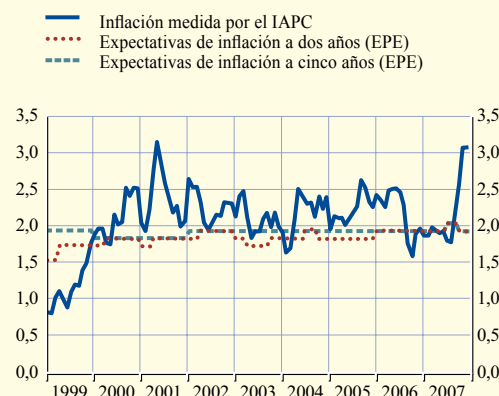
(medias móviles, no centradas, de 24 meses de las desviaciones típicas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 2 Inflación medida por el IAPC y expectativas de inflación (EPE) en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

ductividad. Los precios de los servicios contribuyeron significativamente a ejercer presiones al alza sobre la inflación general, habiéndose situado las tasas de inflación anual de los servicios por encima de las tasas de inflación anual medida por el IAPC general en siete de los nueve años, principalmente debido a que la productividad del trabajo en este sector fue inferior a la media¹³. Desde la introducción del euro, las tasas de inflación de los alimentos y de la energía no sólo han sido elevadas en promedio, sino también muy volátiles. En el gráfico 1 se muestran las medias móviles (no centradas) de 24 meses de las desviaciones típicas de las tasas de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC general y de sus componentes de alimentos y energía. La volatilidad de la inflación de los alimentos no elaborados y de la energía fue alta, en promedio, y siguió un patrón marcado que varió en el tiempo, fluctuando en intervalos comprendidos entre el 1% y el 3%, y entre el 1% y el 7%, respectivamente. A pesar de estos comportamientos muy volátiles, la política monetaria ha logrado garantizar que la volatilidad resultante de la inflación medida por el IAPC general haya sido notablemente baja (es decir, por debajo del 1%) y estable a lo largo del tiempo.

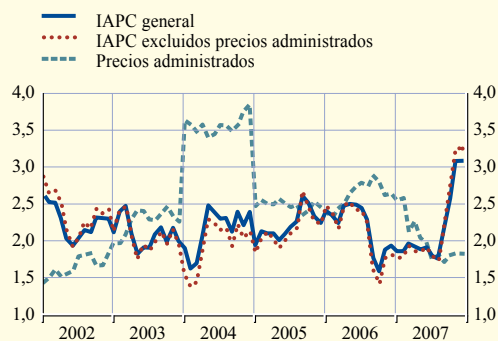
Ante la importancia de las perturbaciones negativas imprevistas para la inflación, una forma más completa de evaluar los resultados anteriores re-

gistrados por el BCE en relación con su objetivo principal consiste en examinar las tasas de inflación esperadas por los participantes en el mercado. En el gráfico 2 se muestra, para el período 1999-2007, la evolución de las expectativas de inflación a dos y cinco años vista, según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, junto con las tasas de inflación interanual observadas. Mientras que la inflación registrada ha fluctuado en el tiempo como consecuencia de perturbaciones que han azotado a la economía de la zona del euro, las expectativas de inflación han permanecido firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE. Las expectativas de inflación a dos y a cinco años siempre se mantuvieron por debajo del 2%, con la única excepción del tercer trimestre del 2007, cuando ambas observaciones se situaron exactamente en el 2%. Además, la desviación típica de las estimaciones puntuales de los EPE encuestados en relación con las expectativas de inflación a cinco años se redujo a la mitad entre 1999 y el 2002 y continuó disminuyendo progresivamente desde el 0,2% en el 2002 hasta el 0,1%, aproximadamente, en el 2006, nivel en el que permaneció a partir de entonces. Este patrón sugiere

13 Para un análisis de la evolución reciente de los precios de los servicios, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2008.

Gráfico 3 Inflación medida por el IAPC general y precios administrados

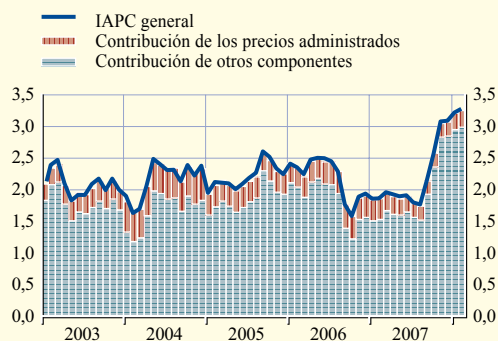
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat.

Gráfico 4 Contribución de los precios administrados a la inflación medida por el IAPC general

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat.

un consenso más amplio de que se percibía que la inflación era compatible con la definición de estabilidad de precios a medio plazo. Además, si se consideran las expectativas de inflación extraídas de la información de los mercados financieros y el grado en que reaccionaron a las publicaciones de datos macroeconómicos a corto plazo (una medida del grado en el que se encontraban ancladas en torno al objetivo del banco central), las expectativas de inflación a largo plazo tendieron a no ser sensibles a dichas publicaciones en la zona del euro durante el período muestral 2003-2006¹⁴.

Por lo que respecta a la relación entre las políticas fiscales y la inflación, los precios administrados y los impuestos indirectos son dos canales especialmente destacados a través de los cuales los gobiernos pueden influir directamente en la evolución de precios a corto plazo. Como se muestra en los gráficos 3 y 4, entre mediados del 2003 y el primer semestre del 2007, los aumentos de los precios administrados casi siempre fueron más elevados que las subidas del IAPC general. En la segunda mitad del 2007, las tasas interanuales de variación de los precios administrados se mantuvieron prácticamente estables, en niveles inferiores a la inflación medida por el IAPC, siendo la contribución a la inflación general similar al valor registrado en el 2003. Sin embargo, esta evolución favorable de los precios administrados fue compensada con creces por presiones al alza sobre los precios inusualmente intensas, como consecuencia de las

variaciones experimentadas por los impuestos indirectos. De acuerdo con las estimaciones de expertos del BCE, la contribución de las variaciones de los impuestos indirectos a la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situó en torno a 0,4 puntos porcentuales en el 2007, un nivel superior a la contribución media de alrededor de 0,2 puntos porcentuales de años anteriores, principalmente debido al incremento del tipo del IVA en Alemania en enero del 2007¹⁵.

ALGUNOS INDICADORES DE LAS POLÍTICAS FISCALES

Si se analiza la evolución fiscal de la zona del euro, el período transcurrido desde la introducción de la moneda única ofrece un panorama variopinto. En el período previo a la tercera fase de la UEM se redujeron significativamente los déficits públicos, principalmente debido a la disminución de los pagos por intereses. La convergencia de los tipos de interés a largo plazo en niveles inferiores en muchos países parece haberse debido, al menos en parte, a la creación del marco presupuestario de la

14 Para más información, véanse M. Beechey, B. Johannsen y A. Levin (2007), «Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?», Discussion Paper n.º 817, CEPR, and M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E. T. Swanson (2007), «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», Working Paper n.º 817, BCE.

15 Véase también el recuadro titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

Cuadro 2 Indicadores presupuestarios

	Ratio del saldo presupuestario en relación con el PIB		Ratio de deuda pública en relación con el PIB		Ratio de pagos por intereses en relación con el PIB		Ratio de gasto primario en relación con el PIB	
	2007	Variación 1998-2007	2007	Variación 1998-2007	2007	Variación 1998-2007	2007	Variación 1998-2007
Bélgica	-0,2	0,7	84,9	-32,2	3,8	-3,5	45,0	2,0
Alemania	0,0	2,2	65,0	4,7	2,8	-0,6	41,1	-3,6
Irlanda	0,3	-2,1	25,4	-27,6	0,9	-2,4	35,4	4,4
Grecia	-2,8	1,1	94,5	-8,1	4,1	-4,4	39,0	2,3
España	2,2	5,4	36,2	-27,0	1,6	-2,6	37,2	0,3
Francia	-2,7	-0,1	64,2	5,4	2,7	-0,6	49,9	0,5
Italia	-1,9	0,9	104,0	-10,9	5,0	-2,9	43,5	2,5
Chipre	3,3	7,4	59,8	1,4	3,2	0,2	40,6	7,0
Luxemburgo	2,9	-0,4	6,8	-0,6	0,2	-0,2	37,3	-3,3
Malta	-1,8	8,1	62,6	10,1	3,4	0,2	39,1	-0,7
Países Bajos	0,4	1,3	45,4	-20,4	2,3	-2,4	43,6	1,6
Austria	-0,5	1,8	59,1	-5,1	2,7	-0,9	45,3	-4,5
Portugal	-2,6	0,8	63,6	11,5	2,8	-0,4	42,9	3,3
Eslovenia	-0,1	2,3	24,1	2,2	1,3	-0,9	42,0	-2,1
Finlandia	5,3	3,6	35,4	-12,8	1,5	-2,0	45,9	-3,1
Zona del euro	-0,6	1,6	66,4	-6,5	3,0	-1,6	43,3	-0,6

Fuente: Comisión Europea, previsiones de primavera del 2008.

Notas: Los niveles correspondientes al 2007 se expresan como porcentaje del PIB. La variación entre los niveles de 1998 y del 2007 se expresa en puntos porcentuales. En lo que respecta a las variaciones en el saldo presupuestario, las cifras positivas (negativas) reflejan una mejora (un empeoramiento) del saldo presupuestario.

UE y a los esfuerzos realizados por los distintos países para cumplir los criterios de convergencia fiscal¹⁶. En el período transcurrido desde 1999, los déficit públicos han sido, en promedio, mucho más bajos que a principios de la década de los noventa.

En 1999 y en el 2000, los saldos presupuestarios nominales siguieron mejorando. En esos años, ningún país de la zona del euro registraba un déficit superior al valor de referencia del 3% del PIB. Sin embargo, ello fue consecuencia del favorable entorno macroeconómico, pues los saldos estructurales se deterioraron en muchos países debido a que las medidas de saneamiento no eran suficientes. En el contexto de la desaceleración económica que comenzó en el 2001, los saldos presupuestarios disminuyeron y un número creciente de Estados miembros incurrió o corrió el riesgo de incurrir en déficit excesivos. En el 2003, el déficit público medio de la zona del euro subió al 3% del PIB y, al mismo tiempo, cinco de los doce países que integraban entonces la zona del euro registraron déficit por encima del valor de referencia. Este período puso realmente a prueba por primera vez el marco presupuestario de la UE en la tercera fase de la UEM. La reticencia existente en ese momento a seguir las normas y procedimientos del Trata-

do y el PEC minó la confianza en el marco y, al final, culminó en una reforma del PEC.

En el período transcurrido desde el 2004, el panorama mejoró considerablemente, aunque se mantuvieron los desequilibrios presupuestarios en algunos países. El déficit público medio de la zona del euro disminuyó hasta el 0,6% del PIB en el 2007, el nivel más bajo desde la introducción del euro¹⁷. Además, ningún país de la zona registró un déficit superior al 3% del PIB en dicho año. Es importante señalar que, en el período 2004-2007, el déficit estructural cayó, en promedio, más del 0,5% del PIB por año. Aunque esta mejora fue consecuencia, en parte, de los ingresos extraordinarios no relacionados con las medidas de saneamiento estructural, parece que también obedeció al firme compromiso de algunos países de lograr unas finanzas públicas saneadas.

16 Véase el artículo titulado «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», en el Boletín Mensual de enero del 2004, para poder comparar las políticas fiscales aplicadas con anterioridad y con posterioridad a la tercera fase de la UEM.

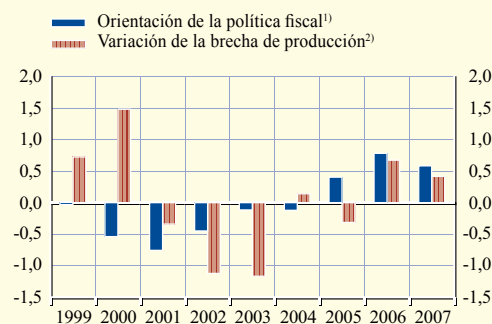
17 Esta valoración excluye los ingresos procedentes de la adjudicación de licencias UMTS para teléfonos móviles, que en el 2000 tuvieron un efecto aislado de reducción del déficit equivalente, en promedio, al 1% del PIB de la zona del euro.

En el cuadro 2 se resume la evolución de las finanzas públicas a partir de 1999. Aunque, en promedio, el déficit público en relación con el PIB ha disminuido 1,6 puntos porcentuales desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, este descenso no puede atribuirse a verdaderos esfuerzos de saneamiento presupuestario, sino más bien a la caída de los pagos de intereses de la deuda pública (la «prima de la UEM») asociada a la convergencia de los tipos de interés nominales en múltiples países en niveles mucho más bajos que en el período previo a la UEM¹⁸. El reducido nivel de los tipos de interés a largo plazo en la tercera fase de la UEM es consecuencia, entre otros factores, de una política monetaria creíble, que ha garantizado unas expectativas de inflación reducida y estable, y bajas primas de riesgo de inflación. Siete países de la zona del euro han registrado caídas de al menos dos puntos porcentuales en su carga de intereses en relación con el PIB. La mayoría de estos países ha compensado el descenso de la carga de intereses aumentando el gasto primario o recortando impuestos, impidiendo así una transición más rápida hacia unas finanzas públicas saneadas. La deuda pública en relación con el PIB se redujo en el período 1999-2007 en un gran número de países, pero aproximadamente en la mitad de ellos, así como en el conjunto de la zona del euro, la ratio de deuda permanecía todavía por encima del valor de referencia del 60% en el 2007.

También existe evidencia de que la ejecución de las políticas fiscales a lo largo del ciclo económico mejoró en la segunda mitad del período analizado. En el gráfico 5 se presenta la variación de la brecha de producción, medida por el porcentaje de desviación entre el PIB real efectivo y el potencial, contrastándola con la orientación de la política fiscal, medida por la variación de la ratio entre el saldo primario ajustado de ciclo y el PIB potencial, en la zona del euro durante el período 1999-2007. El gráfico proporciona información acerca de si las políticas fiscales discrecionales en la zona eran estabilizadoras (contracíclicas) o desestabilizadoras (procíclicas) en cada uno de los años de dicho período. Se considera que las políticas fiscales de un año concreto han sido procíclicas (contracíclicas) si la variación de la brecha de producción y la orientación de la política fiscal tienen distinto (el

Gráfico 5 Orientación de la política fiscal y variación de la brecha de producción en la zona del euro

(variaciones en puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Europea, previsiones de primavera del 2008.

Nota: Se considera que las políticas fiscales de un año concreto han sido procíclicas (contracíclicas) si la variación de la brecha de producción y la orientación de la política fiscal tienen distinto (el mismo) signo en dicho año.

1) La orientación de la política fiscal se define como el cambio en el saldo primario ajustado de ciclo (en porcentaje del PIB potencial), excluidos ingresos por licencias UMTS.

2) La brecha de producción se define como el porcentaje de desviación entre PIB efectivo y el potencial.

mismo) signo en dicho año¹⁹. Dentro de ese período, la economía de la zona del euro experimentó una fase expansiva cíclica en 1999 y en el 2000, una fase bajista en el período 2001-2005, interrumpida por un año de crecimiento cercano al potencial en el 2004, y una nueva fase de expansión en el 2006 y en el 2007. En los años 1999 y 2000, los gobiernos perdieron la oportunidad de avanzar en su proceso de saneamiento de las finanzas públicas aprovechando los momentos de bonanza económica. En cambio, las políticas fiscales se relajaron considerablemente en el 2000 y fueron procíclicas, desestabilizando potencialmente a la economía y favoreciendo la aparición de presiones inflacionistas. La relajación de la política fiscal también significó que muchos países, que posteriormente estarían sujetos al procedimiento de déficit excesivo, partieron de situacio-

18 Véase el artículo titulado «Políticas presupuestarias y mercados financieros», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

19 Debe señalarse que la valoración del carácter cíclico de las políticas fiscales es sensible, hasta cierto punto, al método de estimación de la brecha de producción utilizado y, para un método de estimación determinado, se complica por las significativas revisiones a lo largo del tiempo de las estimaciones de la brecha de producción para un año concreto. Para más información sobre la estimación de esta brecha, véase el recuadro titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

Cuadro 3 Saldo estructural, objetivo de medio plazo y valor de referencia mínimo

(en porcentaje del PIB)	Saldo estructural 2007	Objetivo de medio plazo	Valor de referencia mínimo
Bélgica	-0,3	0,5	-1,3
Alemania	-0,3	0,0	-1,6
Irlanda	0,2	0,0	-1,5
Grecia	-3,3	0,0	-1,4
España	2,4	0,0	-1,2
Francia	-2,7	0,0	-1,6
Italia	-1,5	0,0	-1,4
Chipre	3,5	0,0	-1,8
Luxemburgo	2,8	-0,8	-1,0
Malta	-2,4	0,0	-1,7
Países Bajos	0,3	-0,5 a -1,0	-1,1
Austria	-1,0	0,0	-1,6
Portugal	-2,2	-0,5	-1,5
Eslovenia	-0,7	-1,0	-1,6
Finlandia	4,9	2,0	-1,2
Zona del euro	-0,7		

Fuentes: Comisión Europea, previsiones de primavera del 2008 (para los saldos estructurales del 2007), datos actualizados a finales del 2007 del programa de estabilidad de los Estados miembros (para los objetivos de medio plazo) y la publicación «Public Finances in EMU - 2007», p. 95, de la Comisión Europea (para los valores de referencia mínimos).

nes débiles cuando comenzó la fase bajista del ciclo económico.

El gráfico 5 también revela que política fiscal de los países de la zona del euro se relajó adicionalmente, en términos medios, durante la fase de desaceleración económica iniciada en el 2001, lo cual generó un deterioro del déficit público adicional al producido por los estabilizadores automáticos. Esta situación se produjo también a escala individual en la mayoría de los países de la zona, incluidos aquellos (salvo Portugal) que posteriormente estarían sujetos al procedimiento de déficit excesivo. En el 2006 y en el 2007 las políticas fiscales fueron totalmente compatibles con el PEC reformado, aunque los indicadores de la mejora de los saldos presupuestarios estructurales reflejaron, en parte, los ingresos extraordinarios no relacionados con las medidas de saneamiento estructural. Al mismo tiempo, las políticas fiscales también favorecieron la estabilidad macroeconómica de la zona del euro aplicando un endurecimiento contracíclico de su tono durante la fase de expansión económica.

Aunque la aplicación de las políticas fiscales en los últimos años ha sido satisfactoria en términos generales, existe el riesgo de caer en la complacencia y de que errores del pasado se repitan en el futuro. Casi diez años después del comienzo de la

tercera fase de la UEM, la mayoría de los países de la zona del euro todavía no ha alcanzado sus objetivos presupuestarios de medio plazo, que se definen en términos del saldo ajustado de ciclo neto de medidas presupuestarias transitorias, y que para la mayoría de los países consisten en conseguir un presupuesto equilibrado (véase cuadro 3). Algunos países ni siquiera cumplen los valores mínimos de referencia que, según los cálculos de la Comisión Europea, son el nivel de déficit estructural que, salvo en fases de contracción económica inusualmente profunda, impediría que el déficit incumpliera el valor de referencia del 3% del PIB. Si no se adoptan medidas de saneamiento adicionales, incluso un deterioro moderado del entorno macroeconómico podría provocar nuevos déficit excesivos en esos países.

5 CONCLUSIONES

El marco institucional que rige la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro reposa sobre unos fundamentos conceptuales sólidos y cumple, si lo observa la totalidad de los responsables de formular las políticas, todos los requisitos para el correcto funcionamiento de la UEM. Se basa en objetivos claramente especificados y ofrece una atribución clara de responsabilidades que tienen que

respetarse mutuamente. Además, los responsables de la formulación de políticas de los distintos países cuentan con los instrumentos adecuados para alcanzar los objetivos que tienen asignados. Por tanto, no es necesaria una coordinación explícita previa de la política monetaria y las políticas fiscales.

Esta última valoración se sustenta también en los resultados generales de la política monetaria y de las políticas fiscales, que han sido satisfactorios desde un punto de vista histórico. En concreto, en comparación con el período previo a la UEM, la zona del euro se ha caracterizado por una mayor estabilidad macroeconómica, unas primas de riesgo y unas expectativas de inflación mucho más bajas, y, en términos medios, unos déficit públicos más reducidos. A pesar de esta apreciación generalmente positiva, los resultados de ambas políticas presentan diferencias considerables en el período 1999-2007, en un entorno caracterizado por una serie de difíciles retos derivados de determinadas perturbaciones negativas imprevistas. La política monetaria consiguió una inflación baja y estable, aunque, en términos medios, ligeramente por encima del 2%. En cuanto a las políticas fiscales, la valoración es más matizada. Por una parte, la situación presupuestaria general de la zona del euro mejoró considerablemente hacia el final del período analizado. Por otra, algunos países

mostraron una decepcionante falta de ambición para sanear sus finanzas públicas que, al final, creó una situación preocupante, en la que no se ajustaron las propias políticas fiscales, sino las normas, como queda patente en la reforma del PEC realizada en el 2005. El reto de mantener la credibilidad del marco institucional podría haberse evitado si todos los responsables de formular las políticas fiscales se hubieran comprometido claramente a cumplir las normas acordadas.

De cara al futuro, este episodio ofrece una información importante a todos los responsables de formular las políticas de la zona del euro. En concreto, debe entenderse que las ventajas significativas que ofrece un marco basado en normas corren peligro si los citados responsables no logran obtener resultados que se ajusten a los objetivos establecidos o, lo que es peor, si se culpa al propio marco de los desalentadores resultados provocados por la falta de ambición. Los responsables de formular las políticas fiscales deben ser conscientes de que todavía no se ha puesto realmente a prueba la credibilidad del PEC reformado. Además, para cosechar todas las ventajas que se derivan del marco basado en normas de la UEM, el BCE mantendrá su firme compromiso con unas tasas de inflación a medio plazo que sean compatibles con la definición de estabilidad de precios.

EL COMERCIO DE SERVICIOS EN LA ZONA DEL EURO: ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS CLAVE

ARTÍCULOS

El comercio de servicios
en la zona del euro:
algunos hechos
estilizados clave

La zona del euro parece ser el mayor exportador de servicios a escala mundial, ya que concentra casi una cuarta parte de las exportaciones mundiales totales por este concepto. Esta proporción tan elevada refleja, en parte, la existencia de un amplio mercado interno de servicios, que parece ser un factor clave para el desarrollo de la capacidad de exportación tanto en éste como en otros sectores de la economía. Al mismo tiempo, el comercio de la zona del euro se encuentra relativamente equilibrado en lo que respecta a la especialización, ya que las exportaciones se distribuyen por igual entre muchos sectores manufactureros y de servicios. Por el contrario, otros grandes exportadores de servicios, como Estados Unidos y el Reino Unido, presentan una mayor especialización en sectores concretos como los servicios financieros. A pesar de estas diferencias, en la mayoría de los países, el comercio de servicios sigue caracterizándose por una relativa atonía en comparación con el comercio de bienes. Si bien ello obedece, en parte, al hecho de que los servicios son intrínsecamente menos comerciados, las barreras más importantes y generalizadas al comercio en este sector también parecen influir en la situación. De cara al futuro, las medidas para integrar en mayor medida el mercado de servicios de la UE podrían estimular la competitividad internacional de la zona del euro, tanto en el sector servicios como en el manufacturero, y traducirse en significativos aumentos del bienestar para la economía de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

Los servicios proporcionan el grueso del empleo y de la renta en la mayoría de los países desarrollados. En ámbitos como las finanzas y las telecomunicaciones, representan además, un importante factor de producción de otros servicios y bienes. Sin embargo, a pesar del papel dominante que desempeña este sector en la economía interna de la zona del euro y de otros países industrializados, el comercio de servicios no ha experimentado una expansión tan vigorosa como el comercio de bienes.

En este contexto, se examinan a continuación los principales hechos estilizados con respecto al comercio de servicios de la zona del euro. Además, se evalúan los resultados obtenidos por la zona en este campo de la actividad económica en relación con las tendencias mundiales y en comparación con otras grandes economías industrializadas y emergentes. También se analiza la importancia de promover el comercio de servicios simplificando la regulación de los respectivos sectores de servicios de la zona del euro.

En las secciones 2 y 3 se examinan las principales tendencias del comercio de servicios en la zona del euro desde la perspectiva de su importancia económica y el patrón de especialización. En la sección 4 se investiga si la zona del euro se está orientando hacia los sectores de servicios en los que el crecimiento de las exportaciones a escala

mundial es más dinámico. En la sección 5 se analiza el papel que desempeñan las barreras regulatorias a la hora de dificultar la comerciabilidad internacional de los servicios y se consideran los aumentos de bienestar potenciales que traería consigo la liberalización del comercio. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

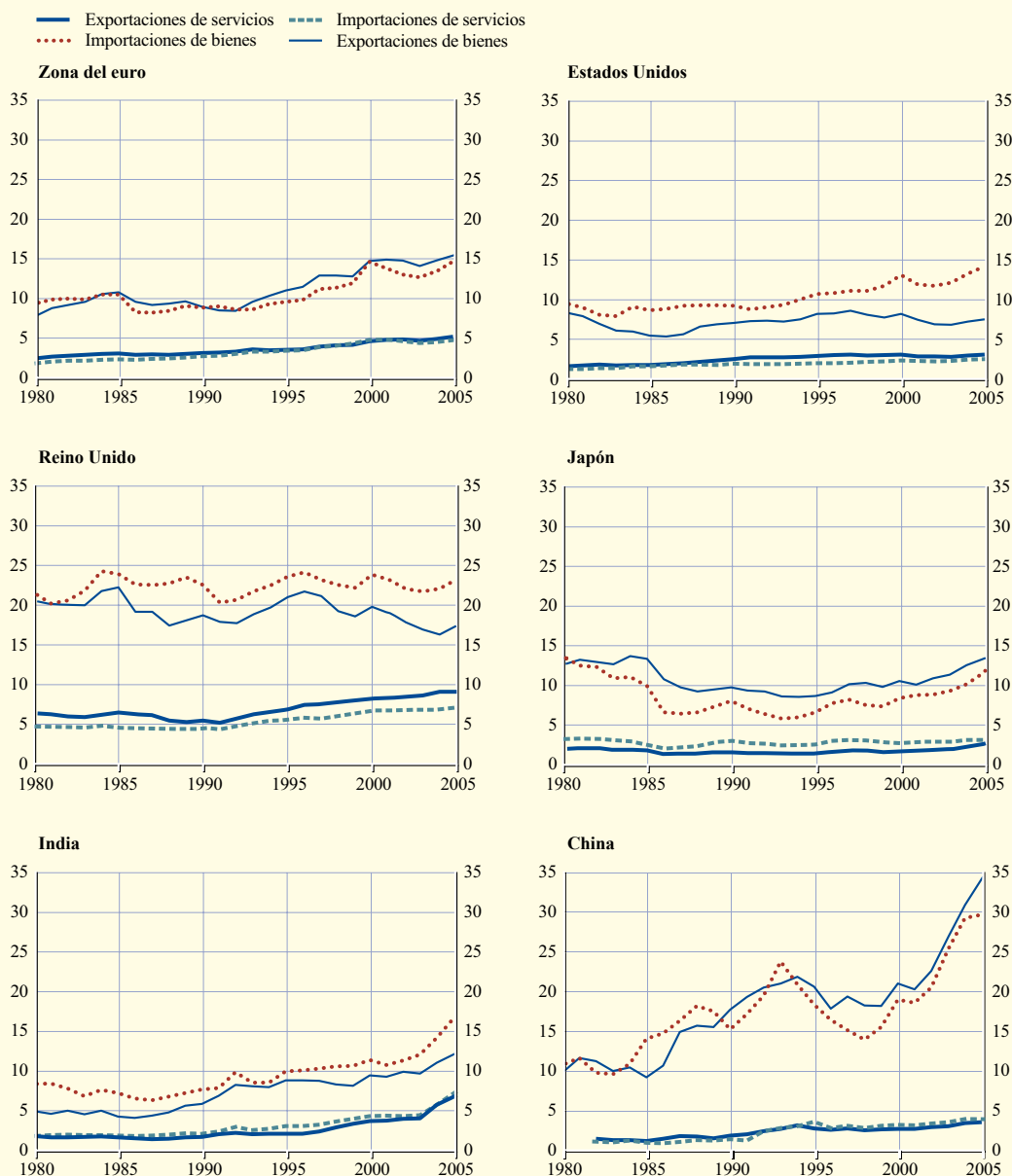
2 PRINCIPALES TENDENCIAS DEL COMERCIO DE SERVICIOS EN LA ZONA DEL EURO

En el año 2005, las exportaciones totales de bienes y servicios de la zona del euro (incluido el comercio entre países de la zona) ascendieron, en términos nominales, a unos 3.160 mm de euros¹. Las exportaciones de servicios representaron, aproximadamente, una quinta parte de esta cifra y un 8% del PIB total de la zona. Al mismo tiempo, el sector servicios concentró alrededor del 19% de las exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona del euro, lo que representa el 5% del PIB (véase gráfico 1). Las importaciones de servicios fueron de magnitud similar. El porcentaje relativamente pequeño del comercio de la zona del euro que representan los servicios parece contrastar, de forma acusada, con su contribución a la economía interna de la zona. Por ejemplo, en 2005, los servicios representaron el 72% del

¹ El artículo no abarca el comercio de servicios durante el período posterior a 2005, ya que sólo hay datos parcialmente disponibles para los años 2006 y 2007.

Gráfico I Comercio de bienes y servicios de la zona del euro y de algunos socios comerciales

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: International Monetary Fund Balance of Payments Statistics Yearbook (declarado en World Development Indicators del Banco Mundial) y cálculos del BCE.

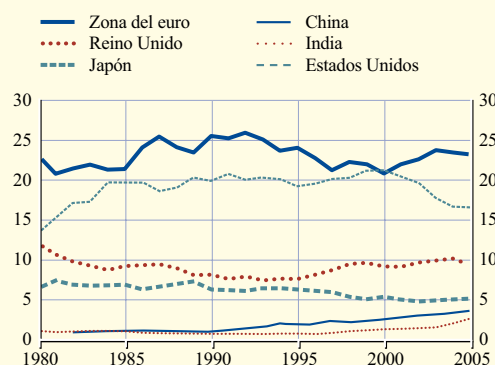
Notas: El comercio de bienes y servicios se basa en datos nominales. La observación más reciente corresponde al año 2005. La zona del euro excluye Chipre, Malta y Eslovenia.

valor añadido total de la zona del euro, mientras que un porcentaje similar de la población activa de la zona estaba empleado en este sector. Además, la importancia de los servicios en la producción total de la zona del euro ha ido en aumento con el tiempo, a

diferencia de la agricultura y la industria que han visto reducir sus participaciones. En otras economías industrializadas importantes, como Japón, Reino Unido y Estados Unidos, y también en mercados emergentes como India y China, el comercio de ser-

**Gráfico 2 Cuotas en el mercado mundial
de exportaciones de servicios**

(porcentaje de las exportaciones mundiales de servicios)



Fuentes: Eurostat, Banco Mundial y cálculos del BCE.

Notas: Las cuotas de mercado de exportación se miden en términos nominales. La observación más reciente corresponde al año 2005. Los datos de la zona del euro excluyen Chipre, Malta y Eslovenia.

vicios representa un porcentaje bastante similar de la actividad económica total². En todos estos países, las exportaciones de servicios representan menos del 10% del PIB.

En términos nominales, la zona del euro parece ser el mayor exportador de servicios a escala mundial. En el 2005, proporcionó al resto del mundo el 23% del total de servicios comerciados a nivel internacional (véase gráfico 2). Los positivos resultados de la zona reflejan la existencia de un amplio mercado interno y de lazos regionales, culturales, lingüísticos e históricos, que, en muchas ramas del sector servicios, desempeñan un papel fundamental como plataforma para el desarrollo de la capacidad de exportación (véase recuadro 1). Por otra parte, la proporción

- 2 Se ha seleccionado a estos países por tratarse de algunos de los principales exportadores mundiales de servicios.

Recuadro 1**FACTORES DETERMINANTES DEL COMERCIO DE SERVICIOS**

En muchas actividades del sector servicios, un mercado interno grande y abierto es un factor fundamental como plataforma para desarrollar la capacidad de exportación. Las estimaciones empíricas obtenidas a partir de los modelos de gravedad estándar corroboran esta opinión, de lo que se deduce que, cuanto mayores son el tamaño de la economía y la libertad económica del país exportador (y, en menor medida, las del país importador), mayor es también el comercio de servicios. Además, se ha observado que las estimaciones son robustas para diferentes medidas del tamaño de la economía (valor del PIB, población y valor añadido) y del grado de libertad económica¹.

También son importantes los lazos regionales, lingüísticos, culturales e históricos. Las estimaciones empíricas indican que los acuerdos comerciales regionales en vigor —diseñados para facilitar el comercio de bienes entre países de un mismo entorno— tienen un efecto positivo en el comercio de servicios. Además, se estima que las exportaciones de servicios son, ceteris paribus, alrededor de un 50% mayores entre países que comparten un mismo idioma. Los factores lingüísticos, culturales y geográficos inciden de forma particularmente importante y positiva en la comercialización de los servicios en sectores tales como la educación, la medicina tradicional y los servicios informáticos. Las poblaciones de la diáspora también han sido cruciales en muchos sectores, por ejemplo en las tecnologías de la información y los servicios audiovisuales.

La distancia es otro factor a tener en cuenta. A medida que aumenta la separación geográfica entre el país importador y el exportador, el comercio de servicios se reduce a un ritmo más rápido que el comercio de bienes, debido, quizás, al hecho de que muchos servicios requieren proximidad entre

1 Véase, por ejemplo, F. Kimura y H. H. Lee, «The gravity equation in international trade in services», *Review of World Economics*, 142, 2006, pp. 92-121, y D. Mirza y G. Nicoletti, «What is so special about trade in services?», Research Paper 2004/02, Leverhulme Centre for Research on Globalisation and Economic Policy.

productores y consumidores. Por último, mientras que el contar con una frontera común potencia en gran medida el comercio bilateral de bienes, no parece influir en el comercio de servicios.

La distribución geográfica del comercio de servicios de la zona del euro parece confirmar los resultados de los estudios empíricos de gravedad. Además de incluir un fuerte componente regional, influyen en ella el tamaño económico de los socios comerciales, así como los lazos culturales, históricos y lingüísticos. De hecho, las exportaciones entre los distintos países que integran la zona del euro representan alrededor de un 39% de los intercambios comerciales totales de servicios con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona. Asimismo, el 25% del total de exportaciones a países no pertenecientes a la zona se dirige al Reino Unido, seguido de Estados Unidos y Suiza (con un 19% y un 10%, respectivamente). Por lo que se refiere a las importaciones, alrededor del 23% de los servicios provienen de Estados Unidos. El segundo proveedor más importante de la zona del euro es el Reino Unido (que aporta el 21% de los servicios importados), seguido de Suiza (que representa el 9%). Por el contrario, en el caso de Estados Unidos, el comercio de servicios presenta una distribución geográfica más diversa, reflejo de los diferentes lazos regionales, históricos y culturales de este país (véase cuadro).

Distribución geográfica del comercio de servicios de la zona del euro y de Estados Unidos en el 2005

(porcentajes)

Socio comercial	Exportaciones	Importaciones
Zona del euro¹⁾		
Estados Unidos	19	23
Reino Unido	25	21
Japón	3	2
Suiza	10	9
Otros países europeos	13	17
Economías emergentes de Asia	8	7
Argentina, Brasil, Chile y México	2	2
Resto del mundo	20	19
Estados Unidos		
Zona del euro	19	23
Reino Unido	11	10
Japón	13	7
Canadá	9	7
Economías emergentes de Asia	14	17
Argentina, Brasil, Chile y México	10	9
Resto del mundo	24	27

Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden al comercio con países no pertenecientes a la zona del euro. Los datos de la zona excluyen Chipre, Malta y Eslovenia.

de las exportaciones mundiales de servicios que representa la zona del euro se ha mantenido relativamente estable en el último decenio, a diferencia de su participación en el sector manufacturero a nivel mundial, que se ha reducido. Por el contrario, Estados Unidos, que es segundo exportador más importante en términos nominales (con un 16% de las exportaciones mundiales) ha experimentado en los últimos tiempos notables descensos de su participación en el comercio mundial de servicios, posiblemente como consecuencia, hasta cierto punto, de los efectos de valoración derivados del debilitamiento del dólar estadounidense. Por su parte, el Reino Unido (que representa el 9% de las exportaciones mundiales) y Japón (que concentra alrededor del 5%) han mantenido unas cuotas de exportación bastante estables en el mercado internacional, mientras que China e India (que proporcionan, aproximadamente, un 3% cada una) han duplicado y cuadruplicado,

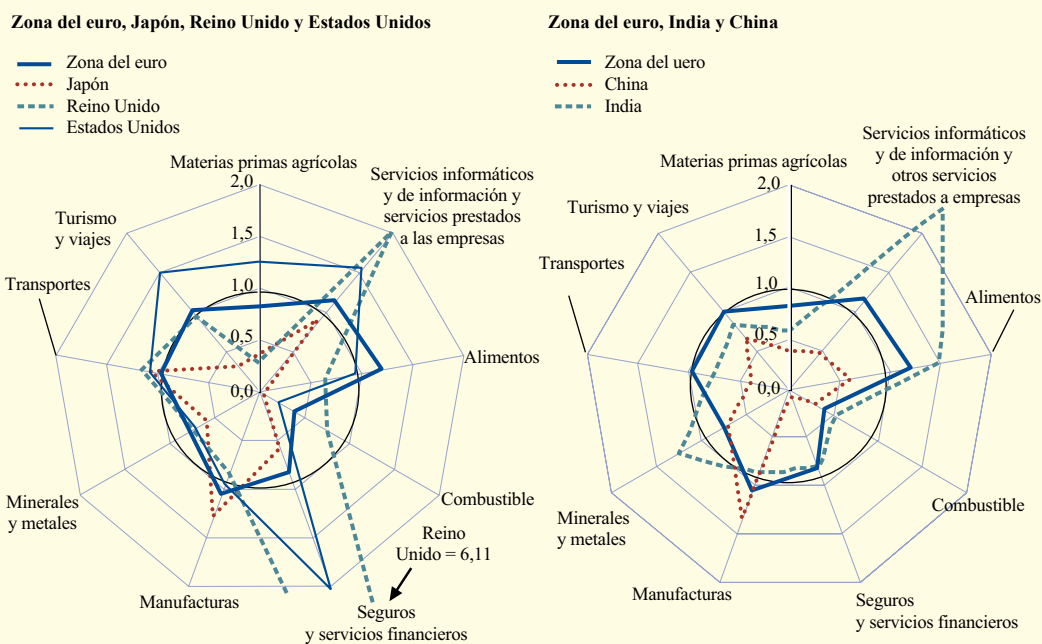
respectivamente, dichas cuotas en el último decenio, si bien partiendo desde unos valores muy bajos.

3 PATRONES DE ESPECIALIZACIÓN

A pesar de que la zona del euro, como exportador de servicios, tiene una cuota de magnitud considerable en el mercado mundial, el interrogante que se plantea es cómo se compara la zona con sus principales competidores en lo tocante a especialización en el comercio de servicios. Si bien, el análisis se centra en los servicios, a fin de proporcionar una referencia para la evaluación, también se presenta evidencia sobre el comercio de manufacturas y materias primas. En el gráfico 3, se muestran indicadores de especialización de las exportaciones correspondientes a la zona del euro, China, India, Japón, Reino Unido y Estados Unidos para nueve subsectores de

Gráfico 3 Especialización en las exportaciones de servicios

(índice de Balassa de ventaja comparativa revelada en relación con la especialización media mundial)



Fuentes: Eurostat, Banco Mundial y cálculos del BCE.

Notas: Los datos son medias del período 2003-2005. La especialización en exportación de servicios de la zona del euro se ha calculado sobre la base de las exportaciones totales de la zona (la suma de las exportaciones a países pertenecientes y no pertenecientes a la zona). Los datos correspondientes a la zona del euro excluyen Chipre, Grecia y Malta.

actividad económica generales, que incluyen cuatro del sector servicios (seguros y servicios financieros, turismo y viajes, transportes y el sector compuesto por los servicios informáticos y servicios prestados a las empresas³) y cinco del sector de bienes (manufacturas, agricultura, combustibles, alimentos y minerales y metales). Si el índice de especialización presenta un valor mayor de 1 significa que el país se especializa en exportaciones de un sector dado, ya que ello supone que la participación del sector en las exportaciones del país es superior a la participación del mismo sector en las exportaciones mundiales. E, inversamente, si el valor de índice es inferior a 1, ello significa que el país no se especializa en un sector dado, ya que la participación de ese sector en las exportaciones mundiales es mayor que su participación en las exportaciones del país⁴.

A juzgar por este indicador, la especialización comercial de la zona del euro parece bien equilibrada entre los sectores de servicios y manufacturero. La

zona presenta un valor para el índice ligeramente superior a la unidad en el caso de los servicios informáticos y servicios prestados a las empresas (1,1) y valores iguales a 1 para turismo y viajes y transportes, dos ramas de actividad que concentran casi la mitad de todas las exportaciones de la zona del euro. Por último, la zona presenta una relativa falta de especialización en materia de seguros y servicios financieros.

- La rúbrica «Servicios prestados a las empresas» incluye los servicios comerciales, otros servicios relacionados con el comercio, el leasing operativo y diversos servicios comerciales, profesionales y técnicos, entre ellos, los servicios jurídicos, contables, de auditoría, consultoría de empresas y de gestión, relaciones públicas, etc.
- Los indicadores de especialización se miden en función de un índice de ventaja comparativa revelada de tipo Balassa (1965):

$$RCA_{k,i} = \frac{X_{k,i} / \sum_{k=1}^n X_{k,i}}{X_{k,world} / \sum_{k=1}^n X_{k,world}}$$

El numerador representa el porcentaje del sector k en las exportaciones totales del país i, y el denominador representa el porcentaje de dicho sector respecto a las exportaciones mundiales.

Cuadro 1 Saldos de la balanza de servicios de la zona del euro: sectores de servicios

(mm de euros)

	Exportaciones	Importaciones	Demanda exterior neta
Total	381,7	351,8	29,9
Comunicaciones	8,4	8,7	-0,3
Servicios informáticos y de información	19,9	10,0	9,9
Construcción	11,9	7,6	4,3
Servicios financieros	18,7	13,9	4,8
Seguros	9,0	11,6	-2,6
Servicios personales, culturales y recreativos	3,8	6,5	-2,7
<i>Royalties</i> y rentas de la propiedad inmaterial	15,2	28,0	-12,9
Transportes	88,8	82,0	6,9
Turismo y viajes	85,2	78,3	6,9
Otros servicios	120,9	105,3	15,6

Fuente: Eurostat.

Nota: Medias correspondientes al período 2004-2005. Los datos de la zona del euro excluyen Chipre, Malta y Eslovenia.

El equilibrio que se observa en el patrón de especialización de la zona del euro destaca en comparación con las tendencias más selectivas que presentan algunos de los países que la integran (véase recuadro 2) y otros grandes exportados mundiales. De hecho, mientras que Japón y China son países relativamente más especializados en las manufacturas, Estados Unidos, Reino Unido e India presentan una mayor especialización relativa en algunos subsectores del sector servicios. Estados Unidos parece especializarse, principalmente, en seguros y servicios financieros, turismo y viajes y servicios informáticos y de información y servicios prestados a las empresas. Dentro de este último grupo, las *royalties* y las rentas de la propiedad inmaterial, incluidos los pagos de patentes y otros derechos de propiedad intangibles, constituyen la principal fuente de ingresos. De la misma manera, el Rei-

no Unido parece obtener resultados relativamente favorables en el campo de los servicios informáticos y de información y servicios prestados a las empresas, y recibe una proporción sustancial de sus ingresos en forma de *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial. No obstante, el mayor grado de especialización lo presenta en los seguros y los servicios financieros (seis veces más que la media mundial). Por último, el emergente sector de exportaciones de India muestra una notable especialización en los servicios informáticos y de información y en los servicios prestados a las empresas.

Desde el punto de vista de las importaciones, la zona del euro parece ser un gran consumidor de servicios de transportes y de turismo y viajes de países no pertenecientes a la zona (véase cuadro 1). Estos dos

Recuadro 2

PATRÓN DEL COMERCIO DE SERVICIOS EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

El comercio de servicios parece desempeñar un papel más importante en las economías más pequeñas de la zona del euro, debido, posiblemente, a la tendencia de varios de estos países a especializarse en sectores como los servicios financieros o el turismo. Luxemburgo es un caso extremo en este sentido, ya que las importaciones y las exportaciones de servicios financieros representan un 68% y un 111% del PIB, respectivamente. Por lo que se refiere a la evolución en el tiempo, el patrón es diferente en cada país de la zona. En el último decenio, el crecimiento de los servicios comerciados en relación con el PIB ha sido muy dinámico en Irlanda y Luxemburgo (véase cuadro). Al mismo tiempo, Alemania, Grecia, España, Chipre, Austria y Finlandia también han experimentado incrementos notables en las exportaciones de servicios con respecto al PIB nacional, aunque los niveles de partida eran bajos. En otros países de la zona del euro (incluidos Francia, Italia, los Países Bajos y Portugal) el comercio de servicios ha evolucionado a un ritmo bastante en consonancia con el PIB.

Comercio de bienes y servicios de los países de la zona del euro¹⁾

(en porcentaje del PIB; puntos porcentuales)

	Bienes				Servicios			
	Exportaciones		Importaciones		Exportaciones		Importaciones	
	2005	1995-2005 ²⁾	2005	1995-2005 ²⁾	2005	1995-2005 ²⁾	2005	1995-2005 ²⁾
Bélgica	90,2	25,8	85,9	25,1	14,4	0,3	13,6	0,4
Alemania	34,7	13,0	27,7	8,4	5,3	2,2	7,2	2,0
Irlanda	54,4	-4,9	33,7	-11,5	28,1	20,5	34,6	19,9
Grecia	7,6	-1,6	24,0	3,0	15,1	6,4	6,3	3,0
España	16,6	2,7	24,8	7,3	8,2	1,9	5,8	2,1
Francia	21,6	3,6	23,4	5,1	5,4	-0,4	4,9	0,2
Italia	20,8	1,9	21,5	4,3	5,0	-0,3	5,0	0,1
Chipre	6,1 ³⁾	-6,3 ⁴⁾	35,7 ³⁾	-4,0 ⁴⁾	38,1 ³⁾	6,1 ⁴⁾	16,6 ³⁾	3,5 ⁴⁾
Luxemburgo	50,4	5,4 ⁵⁾	59,5	1,8 ⁵⁾	110,5	41,1 ⁵⁾	68,1	19,7 ⁵⁾
Malta	40,9	-12,5	64,6	-22,4	27,9	-6,3	17,0	-5,9
Países Bajos	64,5	15,2	57,5	12,6	12,5	1,1	11,6	0,8
Austria	40,5	17,0	41,2	13,4	17,4	3,2	16,0	5,4
Portugal	20,8	1,8	33,3	3,6	8,2	0,8	5,4	-0,3
Eslovenia	54,2	4,5	58,5	4,4	11,6	-0,5	8,4	0,3
Finlandia	34,2	4,3	30,5	6,1	8,7	2,6	7,8	-0,4
Zona del euro	31,2	7,9	30,2	7,7	8,0	1,8	7,7	1,7

Fuentes: Indicadores de Desarrollo Mundial y cálculos del BCE.

1) Todas las cifras sobre comercio se refieren al total de intercambios comerciales (es decir, con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro).

2) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del período 2003-2005 y la media del período 1993-1995.

3) Datos correspondientes al año 2004.

4) Debido a la falta de datos disponibles, las variaciones corresponden a la diferencia entre la media del período 2003-2004 y la media del período 1993-95.

5) Debido a la falta de datos comparables, las variaciones del comercio de bienes corresponden a la diferencia entre la media del período 2003-2005 y la media del período 1999-2001, mientras que las variaciones del comercio de servicios corresponden a la diferencia entre la media del período 2003-2005 y la media del período 1995-1997.

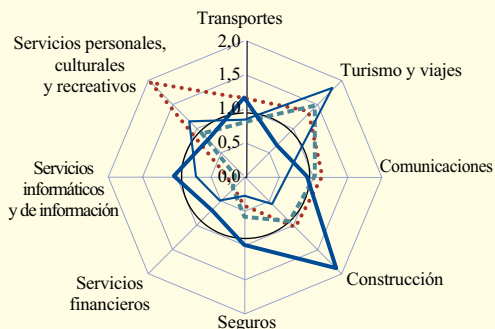
La zona del euro también es heterogénea en lo tocante a la especialización del comercio. Alemania, por ejemplo, se especializa en la exportación de servicios de construcción y transportes, mientras que Francia muestra una ventaja comparativa especialmente grande en la exportación de servicios personales, culturales y recreativos (véase gráfico A). España, Francia, Italia y Portugal son importantes

Gráfico A Especialización en el comercio de servicios

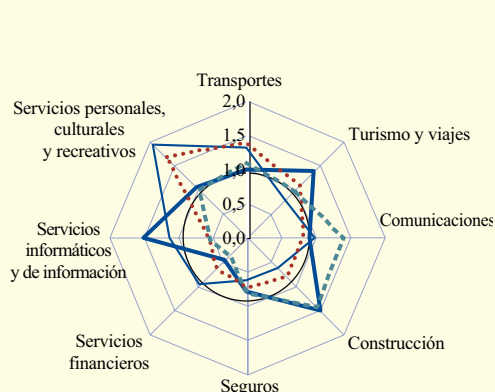
(índice de Balassa de ventaja comparativa revelada en relación con la zona del euro)

Exportaciones de Alemania, España, Francia e Italia

— Alemania - - - Italia
 Francia — España



Importaciones de Alemania, España, Francia e Italia



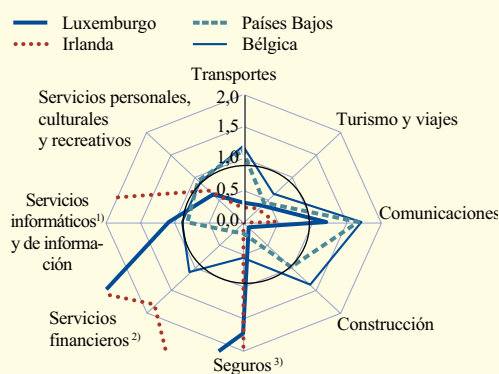
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Medias correspondientes al período 2003-2005. Debido a la falta de datos disponibles no se declaran cifras sobre Grecia y Malta.

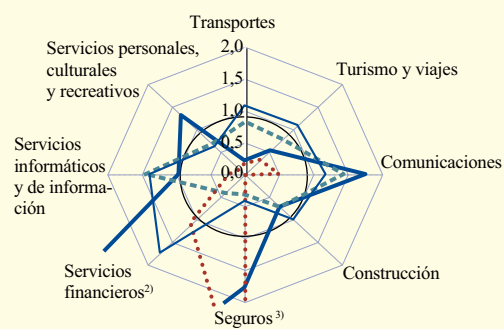
Gráfico A Especialización en el comercio de servicios (cont.)

(Índice de Balassa de ventaja comparativa revelada en relación con la zona del euro)

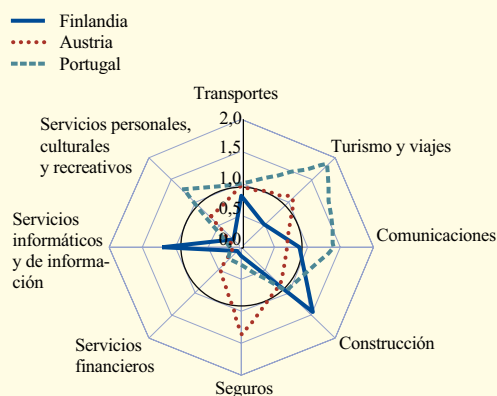
Exportaciones de Bélgica, Irlanda, Luxemburgo y Países Bajos



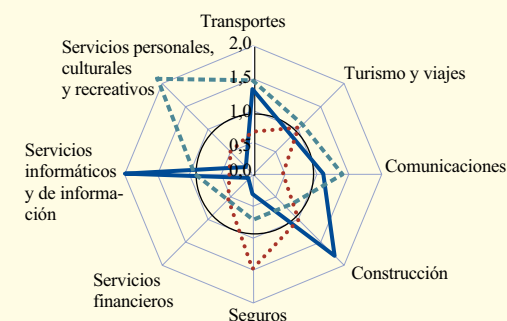
Importaciones de Bélgica, Irlanda, Luxemburgo y Países Bajos



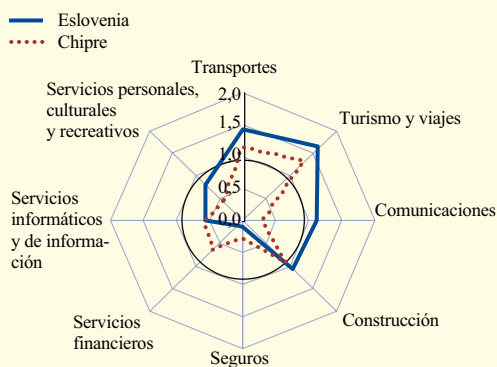
Exportaciones de Austria, Portugal y Finlandia



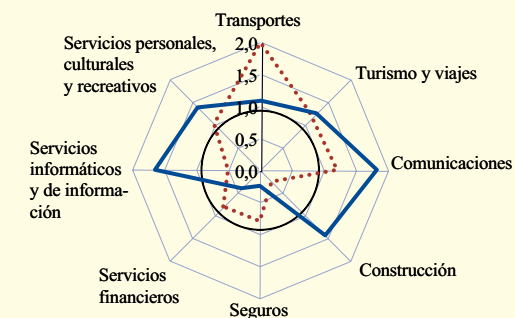
Importaciones de Austria, Portugal y Finlandia



Exportaciones de Chipre y Eslovenia



Importaciones de Chipre y Eslovenia



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Medias correspondientes al periodo 2003-2005. Debido a la falta de datos disponibles, no se declaran cifras sobre Grecia y Malta.

1) El índice de ventaja comparativa revelada de Irlanda en la exportación de servicios informáticos y de información es de 6,5.

2) El índice de ventaja comparativa revelada de Luxemburgo en los servicios financieros es de 11,2 para las exportaciones y de 13,5 para las importaciones.

3) El índice de ventaja comparativa revelada de Irlanda en los seguros es de 6,2 para las exportaciones y de 3,7 para las importaciones.

exportadores de servicios de turismo y viajes, mientras que en Alemania, estas actividades ocupan una posición destacada en sus importaciones. Austria, por su parte, se especializa en la importación y exportación de seguros. En línea con el importante papel que desempeña el sector de tecnologías de la información en la economía finlandesa, Finlandia se especializa en la importación y la exportación de servicios informáticos y de información. Finalmente, Bélgica es un gran importador de servicios informáticos y de información y de servicios financieros, especializándose al mismo tiempo en la exportación de servicios de comunicaciones y construcción.

Por lo que respecta a los saldos de la balanza comercial, en los últimos años la mayoría de los países de la zona del euro han registrado exportaciones netas de servicios o han mantenido siempre una situación muy próxima al equilibrio, con la excepción de Alemania e Irlanda, que han sido tradicionalmente grandes importadores netos de servicios.

subsectores representan, en conjunto, alrededor del 45% de las importaciones totales de servicios provenientes de fuera de la zona. Al mismo tiempo, la proporción de las importaciones totales que representan los servicios informáticos, los seguros y los servicios financieros es relativamente pequeña (menos del 5%). No obstante, estos servicios parecen comerciarse de forma más intensa dentro de la zona del euro.

Considerando los saldos netos de la balanza comercial, se observa que, en conjunto, la zona del euro es un exportador neto de servicios. En particular, registra exportaciones netas de servicios informáticos, turismo y viajes, transportes, servicios financieros y de construcción. Por el contrario, es un importador neto en los sectores de servicios personales, culturales y recreativos, seguros y comunicaciones, con un saldo negativo en concepto de *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial.

4 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES Y DE LA DEMANDA MUNDIAL

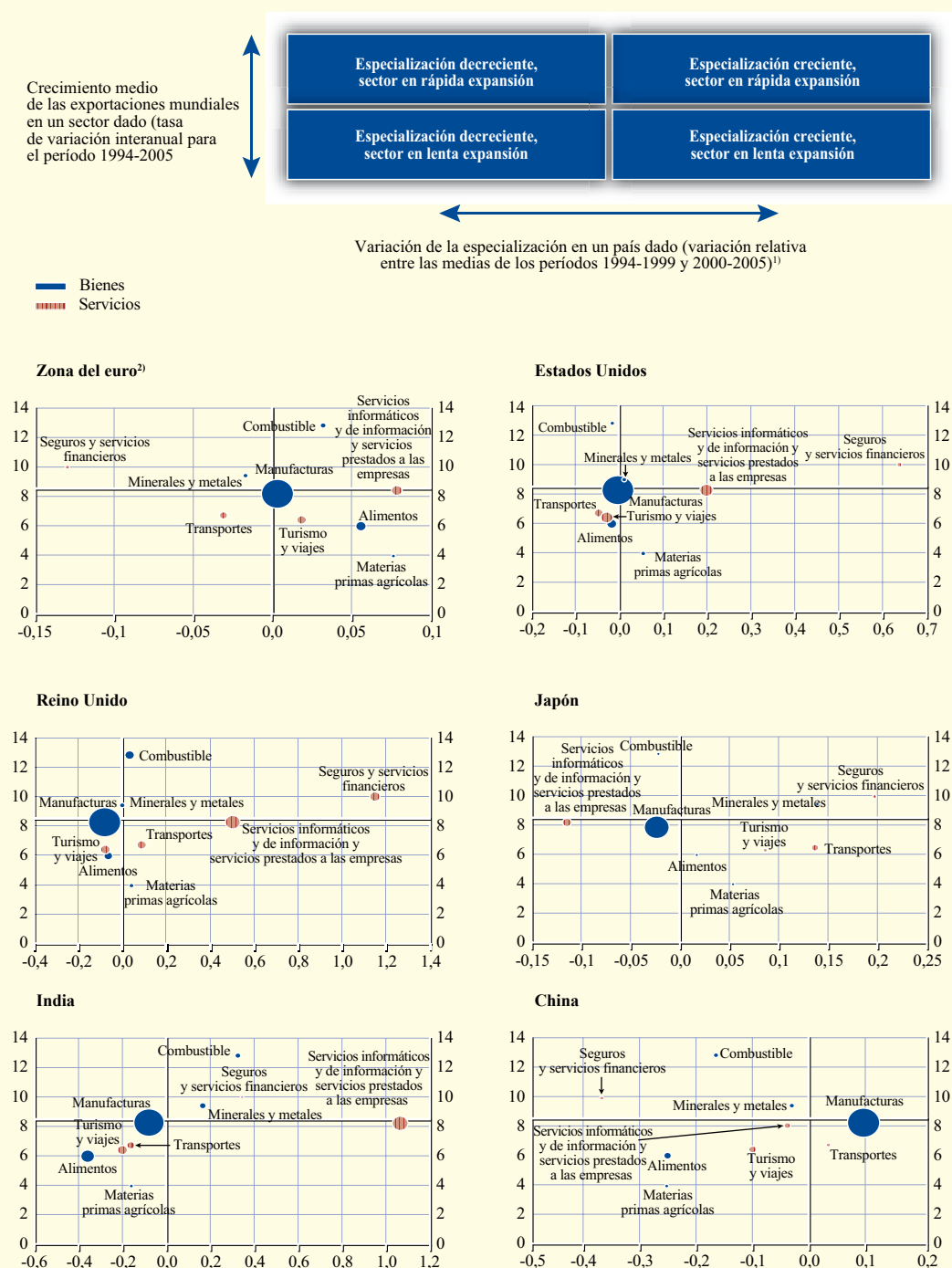
Esta instantánea de la especialización de la zona del euro en relación con sus principales socios comerciales plantea otra cuestión, a saber, si la zona se está especializando en los sectores más dinámicos desde el punto de vista de la demanda mundial. En el gráfico 4 se agrupa la evidencia, por sectores, de las variaciones recientes, en materia de especialización de las exportaciones, de la zona del euro y de otros grandes países exportadores de

servicios a escala mundial (China, Japón, India, Reino Unido y Estados Unidos)⁵.

Los círculos de diferentes tamaños que figuran en el gráfico 4 para cada país indican la importancia relativa de los distintos sectores en las exportaciones totales del país. Los sectores que registran una creciente especialización se ubican en el margen derecho de cada gráfico, en el cuadrante superior o inferior, dependiendo de que las exportaciones a escala mundial del sector en cuestión estén creciendo a una tasa más alta o más baja que la tasa media de crecimiento del comercio mundial de todos los sectores. Por el contrario, los sectores en los que la especialización es decreciente figuran en el margen izquierdo de cada gráfico, en el cuadrante superior o inferior, dependiendo de que el crecimiento mundial en ese sector sea, respectivamente, mayor o menor que el crecimiento medio del comercio mundial en todos los sectores. Por ejemplo, los servicios financieros, para los que el comercio mundial muestra una evolución muy dinámica, se identifican como un sector en rápida expansión. Por este motivo, el círculo correspondiente a este sector aparece situado en el margen superior de cada gráfico, respectivamente en el cuadrante superior izquierdo o en el cuadrante superior derecho, para los países cuya especialización en la exportación de servicios financieros se ha reducido o ha aumentado durante el período de referencia.

5 Estos gráficos se basan en los que publica el International Trade Centre (<http://www.intracen.org>).

Gráfico 4 Variaciones de la especialización de las exportaciones de la zona del euro y de los principales socios comerciales



Notas: El tamaño de los círculos viene determinado por la participación del sector en las exportaciones totales. La línea continua horizontal indica el crecimiento medio total de las exportaciones mundiales de todos los sectores durante el período 1994-2005.

1) La variación de la especialización de las exportaciones se define como la variación del índice de Balassa de ventaja comparativa revelada. Se ha calculado utilizando datos nominales.

2) Para la zona del euro, la variación de la especialización se ha calculado basándose en las exportaciones totales de la zona del euro (la suma de las exportaciones a países pertenecientes y no pertenecientes a la zona).

Aunque, en general, parece ventajoso especializarse en los sectores en rápida expansión y abandonar los que crecen a un ritmo más lento, en la práctica, la información proveniente de esas clasificaciones debe interpretarse con cautela, ya que éstas se basan en una metodología que no tiene en cuenta otros factores importantes, como las diferencias entre sectores en el valor añadido por trabajador y las ventajas comparativas naturales de cada país.

A juzgar por el cambio en la especialización registrado en los dos períodos (1994-1999 y 2000-2005), cabría pensar que, entre los sectores de servicios con mayor crecimiento en términos de demanda mundial, la zona del euro ha incrementado su especialización principalmente en los informáticos y de información y los servicios prestados a las empresas. Este último sector comprende los servicios cuya demanda mundial crece con más rapidez, después de los seguros y los servicios financieros, ámbitos en los que la zona del euro ha reducido, de hecho y de forma conjunta, su especialización. Además, la especialización de las exportaciones de la zona aumentó en los servicios de turismo y viajes (a los que se han añadido los servicios personales, culturales y recreativos). Este grupo de servicios ha experimentado, a escala mundial, un crecimiento lento en los últimos tiempos, pero, no obstante, podría recuperarse si las economías emergentes aumentan su consumo de estos servicios. Al mismo tiempo, la zona del euro ha reducido la especialización de sus exportaciones en el sector de servicios de transportes, en consonancia con la atonía del crecimiento experimentada por este sector a nivel mundial. En el caso de los bienes, la zona del euro sigue especializándose en las manufacturas, en consonancia con las tendencias observadas en el pasado, mientras que, al mismo tiempo, está aumentando su especialización en los sectores de alimentos, combustibles y materias primas agrícolas.

Por lo que respecta a los otros grandes exportadores mundiales de servicios, Estados Unidos también parece seguir especializándose en las manufacturas. Por otra parte, está aumentando su especialización en la mayoría de los sectores

de bienes y servicios de crecimiento más rápido, al tiempo que retrocede en los sectores más grandes y con crecimiento más lento de la demanda mundial. Lo mismo puede decirse del Reino Unido, que, al tiempo que reduce su especialización en las manufacturas y en sectores dominados por la atonía, como los servicios de turismo y viajes y los alimentos, se está especializando en sectores de rápido crecimiento como los de seguros y servicios financieros, y los servicios informáticos y de información y los servicios prestados a las empresas. India, cuya cuota de exportación en servicios informáticos y de información y servicios prestados a las empresas es el doble de grande que la cuota de la zona del euro, también se está posicionando en los sectores de más rápido crecimiento en detrimento de sectores en los que el crecimiento de la demanda mundial es menos dinámico. Por último, Japón y China parecen seguir una trayectoria divergente: Japón está reduciendo su especialización en algunos sectores de bienes y servicios en rápida expansión y China se está concentrando claramente en las manufacturas.

5 BARRERAS QUE DIFICULTAN EL COMERCIO DE SERVICIOS

Las barreras comerciales parecen influir de forma significativa en la limitación del comercio de servicios (véase recuadro 3). Al mismo tiempo, el análisis empírico muestra que su liberalización entraña beneficios potencialmente muy grandes. Los resultados de los estudios en los que se analizan dichos beneficios varían en función del tamaño y la naturaleza estimados de las barreras comerciales iniciales, así como del enfoque teórico y de los datos que se utilicen. En general, indican, no obstante, que los beneficios que se obtienen con la liberalización del comercio de servicios son mayores que los derivados de la liberalización del comercio de bienes, y algunos estudios sugieren que los obtenidos en el caso de los servicios pueden llegar a ser cinco veces mayores que en el caso de los bienes⁶. Esta conclusión se apoya en

6 Véase J. Nielson y D. Taglioni, «Services Trade Liberalisation: Identifying Opportunities and Gains», OECD Trade Policy Working Paper n.º 1, 2004.

diversas características distintivas de la liberalización del comercio de servicios:

- Mayores niveles de protección. Los niveles de protección actuales son más altos y más generalizados en el comercio de servicios que en el comercio de bienes, lo que significa, naturalmente, que la liberalización puede traer consigo mayores beneficios.
- Mayor movilidad de la mano de obra y del capital. Uno de los principales beneficios que entraña la liberalización del comercio de servicios es la mayor movilidad de la mano de obra y del capital, que se traduce en un efecto de propagación al conjunto de la economía.
- Apertura de los mercados de servicios. La eliminación de las barreras de acceso a los mercados para los proveedores de servicios abrirá estos mercados a nuevos participantes, tanto nacionales como extranjeros. Si bien la eliminación de las barreras que impiden el acceso a los mercados de bienes beneficia principalmente a los exportadores extranjeros, uno de los principales beneficios que puede traer consigo la liberalización de los servicios es el aumento de la competencia a nivel nacional y de la eficiencia de la producción.
- El papel de los servicios como infraestructura. El término «servicios» abarca un grupo heterogéneo de actividades, como la banca, los seguros, los transportes, las telecomunicaciones, los servicios de consultoría, los servicios jurídicos y el comercio minorista y mayorista, actividades que, en parte, desempeñan importantes funciones de infraestructura consistentes en facilitar las transacciones y desempeñar la función económica de intermediación ya sea en forma de tiempo (banca, seguros, servicios jurídicos) o de espacio (telecomunicaciones, transportes, comercio minorista y mayorista), que, cuando se modelizan explícitamente como tales, pueden contribuir de forma crucial a la eficiencia y al crecimiento económicos generales.

Recuadro 3

¿POR QUÉ, EN GENERAL, ES MÁS LIMITADO EL COMERCIO DE SERVICIOS QUE EL COMERCIO DE BIENES?

Pese a las diferencias que se observan entre los distintos países en lo que a especialización en el comercio se refiere, en la mayoría de los casos, el comercio de servicios es relativamente menos dinámico que el comercio de bienes. Sin embargo, el supuesto en que se basan la mayoría de los debates sobre el comercio de servicios es que este último puede evaluarse utilizando los mismos modelos y supuestos que se aplican al comercio de bienes. Si bien existe la tentación de equiparar los servicios a los bienes cuando se analiza el comercio, las observaciones empíricas ponen de relieve tres rasgos característicos de los servicios, que contribuyen a las diferencias en los niveles de comercio entre los bienes y de los servicios, y que deben tenerse en cuenta a la hora de analizar el comercio de estos últimos.

En primer lugar, como ya se mencionó anteriormente, los servicios son menos comerciables que los bienes. Una vez prestados, muchos servicios se consumen simultáneamente y, por consiguiente, no pueden revenderse. Además, con frecuencia el proveedor y el consumidor necesitan que exista una proximidad física en el momento de la prestación de los servicios. Si bien este es el caso, por ejemplo, de servicios personales como una consulta médica cara a cara o los servicios de peluquería, cabe señalar también que este principio no se aplica a servicios importantes como los servicios financieros. Además, la posibilidad de realizar la prestación por medios electrónicos ha reducido, hasta cierto punto, la necesidad de esa proximidad física para una gama de servicios. En particular, los centros de llamada por control remoto e internet están reduciendo la necesidad de establecer una presencia comercial próxima al cliente. Desafortunadamente, debido a dificultades de medición, no es fácil obtener datos sobre el alcance de este fenómeno.

En segundo lugar, en las estadísticas de comercio convencionales se infraestima sistemáticamente el comercio de servicios en cantidades importantes. A diferencia del comercio de bienes, el comercio de servicios incluye no sólo el comercio transfronterizo (por ejemplo, un ingeniero alemán que planifica el diseño de carreteras urbanas para una ciudad de Estados Unidos), que, en general, está bien documentado en las estadísticas de comercio pero que, según estimaciones de la Organización Mundial del Comercio, sólo representa el 35% del comercio total de servicios¹. También incluye: i) el movimiento temporal al extranjero de proveedores de trabajo (por ejemplo, una enfermera filipina que trabaje temporalmente en Londres); ii) el movimiento temporal de consumidores a otros países (por ejemplo, un residente francés que requiera los servicios de un abogado brasileño en Brasil); y iii) la presencia comercial en el exterior (por ejemplo, una empresa de turismo griega que abra una oficina de ventas en Rusia, o un museo francés que abra una filial en Hong Kong, China). Aunque el comercio de servicios prestados en forma de salida temporal de mano de obra o de consumidores a otros países (que representa, aproximadamente, el 15% del comercio total de servicios) se infraestima ligeramente en las estadísticas de comercio convencionales, la presencia comercial en el extranjero, que la Organización Mundial del Comercio estima en torno al 50% del comercio total de servicios, apenas se registra en esas estadísticas.

Por último, las barreras parecen desempeñar un papel importante en la limitación del comercio de servicios. Los servicios constituyen el ámbito en el que se concentra la mayor parte de la regulación económica². Además, las barreras que se alzan frente al comercio de servicios difieren, por su naturaleza, de las impuestas al comercio de bienes en un aspecto importante. Dado que la prestación de los servicios suele realizarse dentro del mismo país y no allende sus fronteras, los aranceles no pueden garantizar una protección eficaz del comercio³. Así pues, las barreras frente al comercio de servicios adoptan, principalmente, la forma de regulación estatal (por ejemplo, disposiciones en materia de autorizaciones o normas técnicas). Al igual que la mayoría de las barreras no arancelarias, «la regulación que trasciende las fronteras» no sólo es difícil de cuantificar, sino también de eliminar, ya que suele estar vinculada a objetivos de políticas públicas de mayor alcance (como el de hacer frente a fallos de mercado o a la consecución de objetivos de interés público)⁴.

1 Organización Mundial del Comercio, «Manual on Statistics of International Trade in Services», 2005.

2 Véase, por ejemplo, P. Conway y G. Nicoletti, «Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: measurement and highlights», OECD Economics Department Working Paper n.º 530, 2006.

3 Véase B. Hoekman y C. Primo Braga, «Protection and trade in services: a survey», Open Economies Review 8(3), 1997, pp. 285-308.

4 La regulación puede ir dirigida, por ejemplo, a proteger a los consumidores frente a las asimetrías en la información (que son una característica común de los servicios profesionales) o adoptar la forma de regulación prudencial de los servicios financieros, que protege frente a los riesgos sistémicos. Además, dado que los monopolios naturales son un rasgo distintivo de algunos sectores de servicios en los que puede resultar ineficiente contar con varios proveedores —e incluso más de uno (como los ferrocarriles o los proveedores de infraestructura de comunicaciones)—, la regulación puede ser un elemento necesario para evitar el abuso del poder monopolista.

A pesar de los grandes beneficios que, en potencia, entraña la liberalización del comercio de servicios, es de interés público recortar las barreras que se alzan frente a esta actividad cuando dichas barreras incrementan los costes (por ejemplo, limitando las posibilidades de subcontratación en el extranjero) y, por ende, distorsionan las condiciones del mercado, o si tienen el efecto de reducir la competencia (por ejemplo, limitando el número de productores en una rama de actividad dada y creando, por lo tanto, renta para las empresas esta-

blecidas al tiempo que dificultan el crecimiento de la productividad e impiden la convergencia de los precios a su nivel de eficiencia).

Un estudio reciente, realizado por la OCDE, ha cuantificado, a nivel de sectores individuales, la regulación que frena la competencia susceptible de aumentar la eficiencia. Los indicadores resultantes, que abarcan la regulación vigente en 21 países de la OCDE en el periodo comprendido entre 1975 y el 2003, sugiere que, en general, la re-

regulación contraria a la competencia en los servicios se ha reducido considerablemente desde 1998, tanto en la zona del euro como en los otros países de la OCDE considerados en el estudio⁷. Un proyecto plurianual puesto en marcha por la Australian Productivity Commission y la Australian National University va aún más lejos, ya que permite cuantificar las restricciones impuestas al comercio de servicios de tal manera que se pueden distinguir las medidas aplicadas por igual a los proveedores nacionales y a los extranjeros (medidas no discriminatorias) de las que restringen, principalmente, el acceso de estos últimos al mercado nacional (medidas discriminatorias), ampliando, al mismo tiempo, el análisis a países no pertenecientes a la OCDE⁸. Según estos indicadores, la zona del euro, Estados Unidos y el Reino Unido parecen tener niveles relativamente similares de medidas discriminatorias y no discriminatorias, aunque la regulación en la zona del euro y en el Reino Unido sigue siendo algo más restrictiva que en Estados Unidos. Por el contrario, Japón parece aplicar medidas no discriminatorias mucho más restrictivas, pero impone barreras discriminatorias relativamente más bajas a los proveedores extranjeros. Al mismo tiempo, la regulación vigente en los países del Sudeste Asiático es la más discriminatoria en cuanto a la limitación del acceso de proveedores de servicios extranjeros a los mercados nacionales.

Los resultados correspondientes a la zona del euro en su conjunto no permiten apreciar la relativa diversidad de las barreras impuestas en cada país y sector, en lo que se refiere tanto a las restricciones discriminatorias como a las no discriminatorias. En términos generales, las restricciones estimadas parecen ajustarse a un patrón geográfico, siendo las barreras impuestas al comercio de servicios más altas en los países meridionales de la zona del euro que en los países septentrionales de la zona. Al mismo tiempo, al examinar los índices específicos de la zona del euro para cada sector, se observa que las barreras son considerablemente más altas en la zona del euro que en el Reino Unido y Estados Unidos en los sectores de servicios que desempeñan el importante papel de infraestructura de facilitar las transacciones, como los servicios jurídicos y de distribución.

De cara al futuro, se prevé que la Directiva sobre los Servicios, que fue adoptada por el Parlamento Europeo y el Consejo en diciembre de 2006, y cuya transposición a la normativa nacional por parte de los Estados miembros está prevista, a más tardar, para finales del 2009, reduzca las barreras al comercio de servicios dentro de la UE. La Directiva tiene por objeto crear un auténtico mercado interno de servicios eliminando las barreras legales y administrativas que dificultan el desarrollo de los servicios transfronterizos. Esto significa que los Estados miembros no sólo han de eliminar las barreras discriminatorias y reducir los trámites administrativos, sino también modernizar y simplificar el marco jurídico y administrativo y hacer que sus administraciones cooperen de forma mucho más sistemática. Por ejemplo, en el futuro, las empresas de los sectores de servicios deberían poder obtener más rápidamente todas las licencias y permisos necesarios para establecerse en otros Estados miembros, en lugar de esperar meses o años. Se espera que la simplificación y la armonización del marco administrativo reduzcan los costes de entrada de las nuevas empresas, eliminando la necesidad de gastar tiempo y dinero en averiguar cuáles son los trámites legales y administrativos pertinentes. Además, como a los Estados miembros se les prohibirá aplicar «pruebas de necesidades económicas», los proveedores de servicios se beneficiarán de un considerable ahorro de costes y de un mayor grado de seguridad a la hora de cumplimentar las solicitudes de autorización para la creación de una empresa en otro Estado miembro.

En general, el objetivo es facilitar a las empresas la provisión y el uso de los servicios transfronterizos en la UE, aumentando así la competencia internacional en los sectores de servicios, reduciendo los precios y mejorando la calidad y la selección para los consumidores. La Directiva también tiene por

7 Véase P. Conway y G. Nicoletti, «Product market regulation in the non-manufacturing sectors of OECD countries: measurement and highlights», OECD Economics Department Working Paper n.º 530, 2006.

8 Véase un análisis de la metodología utilizada en P. Dee, K. Hanslow y T. Phamduc, «Measuring the cost of barriers to trade in services», (2003) en edición de T. Ito y A. Krueger, Trade in Services in the Asia-Pacific Region, NBER-East Asia Seminar on Economics, Volumen 11, 2003, pp. 11-46, y P. Dee, «A compendium of barriers to services trade», Banco Mundial, 2005.

objeto reforzar los derechos de los usuarios de servicios. Las actividades a las que se aplican directamente las disposiciones de la Directiva representaron, aproximadamente, el 30% del valor añadido total y el 40% del empleo total de la zona del euro en el 2005⁹.

Se prevé que el impacto sobre la economía sea más amplio. De hecho, como se analizó anteriormente, muchos servicios constituyen consumos intermedios clave en otros sectores, a los que les beneficiaría en gran medida el aumento de la competencia y de la eficiencia de la producción en el sector servicios, tanto a escala nacional como en el ámbito de la UE. De hecho, se esperan grandes beneficios derivados del descenso de los precios y de la mayor calidad en la prestación de los servicios, en la línea de lo que ocurrió con la apertura del sector de las telecomunicaciones. Por lo tanto, la Directiva sobre los Servicios tiene por objeto mejorar la competitividad no sólo de los proveedores de servicios, sino también de muchos otros sectores industriales europeos que utilizan dichos servicios y, por consiguiente, se prevé que se traduzca en considerables mejoras en el comercio interior y exterior de la UE, en el empleo y el crecimiento, así como en la competitividad total de sus empresas¹⁰.

Con todo, aún quedan importantes retos por resolver. La Directiva no se aplica a servicios clave como las industrias de red o los servicios financieros. A pesar de los progresos logrados en algunos sectores concretos, como las telecomunicaciones, otros todavía distan mucho de estar plenamente integrados y es necesario seguir avanzando en esa dirección —ir más allá de lo que marca la Directiva—, lo que potenciaría los efectos positivos sobre el crecimiento y el empleo.

6 CONCLUSIONES

En este artículo se presentan los hechos estilizados relativos al comercio de servicios de la zona del euro, que —en términos nominales— parece ser el mayor exportador de servicios a escala mundial. Considerando la evolución a lo largo del tiempo, el crecimiento del comercio de servicios

de la zona del euro ha experimentado una aceleración en el último decenio, pero ha seguido siendo relativamente moderado si se compara con las impresionantes tasas de crecimiento observadas en el sector manufacturero. Si bien esta afirmación podría aplicarse a la mayoría de las otras economías industrializadas y emergentes, las cifras agregadas de la zona del euro no permiten apreciar el mayor dinamismo que registran algunos de los países más pequeños de la zona.

Por lo que respecta al patrón de especialización, el comercio de la zona del euro parece mantener, en general, el equilibrio entre el sector servicios y el sector manufacturero, mientras que otros proveedores importantes de servicios a nivel mundial, como India, Reino Unido y Estados Unidos, parecen especializarse más en subsectores concretos del sector servicios.

A lo largo del tiempo, la zona del euro se ha ido especializando más en una gama de servicios comerciados, cuyas exportaciones presentan un crecimiento relativamente dinámico, entre ellos, los servicios informáticos y de información y los de comunicaciones, así como una serie de servicios menores a las empresas. Por el contrario, la zona parece ir a la zaga en el campo de los servicios financieros, un sector en el que las exportaciones mundiales están creciendo con gran dinamismo, y en el que competidores importantes, como el Reino Unido y Estados Unidos, están altamente especializados.

Los lazos regionales, culturales e históricos parecen desempeñar un papel destacado en la evolución del comercio transfronterizo de servicios. De hecho, casi la mitad del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro se concentra en Europa. No obstante, el contar con un mercado interno bien desarrollado también parece ser un factor importante, de lo que se deduce que

9 Fuente: EUKLEMS. Cifras correspondientes a 2005 sobre servicios de mercado, excluidos correos, telecomunicaciones e intermediación financiera.

10 Para más información sobre las posibles consecuencias macroeconómicas de la Directiva, véase el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro» en el Boletín Mensual de mayo de 2007.

un mercado interior más integrado en la UE —como resultado de la transposición de la Directiva sobre los Servicios aprobada en 2006 a la normativa nacional— sería un paso adelante para estimular la competitividad internacional de la zona del euro, tanto en el sector servicios como en el sector de bienes y, al mismo tiempo, traería consigo un notable aumento de los niveles de bienestar para la economía de la zona.

EL EUROSISTEMA PRESTA ASISTENCIA TÉCNICA A LAS REGIONES VECINAS A LA UE

ARTÍCULOS

El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE

Compartiendo conocimientos y experiencia entre profesionales a través de la asistencia técnica, los bancos centrales contribuyen, en última instancia, a sostener la estabilidad monetaria y financiera. En el Eurosistema, la asistencia técnica a otros bancos centrales se ha convertido en una actividad importante. En términos de personas por año, los expertos que participan en estas actividades representan el equivalente de varias decenas de empleados trabajando a tiempo completo durante todo el año, de los que cerca de 30 personas por año se dedican a la ayuda directa a los bancos centrales en las regiones vecinas a la UE para las que el Eurosistema recopila datos sobre asistencia técnica. De hecho, una parte importante de la asistencia técnica general es ofrecida por el Eurosistema a los bancos centrales de países de Europa Meridional y Oriental, de Rusia y los países europeos de la CEI, del Mediterráneo, de Oriente Medio y del África subsahariana. La mayor parte de estas actividades son desarrolladas por los bancos centrales nacionales y se llevan a cabo de distintas formas, desde la participación de expertos en actividades educativas concretas a programas de formación más amplios, o desde comisiones de servicio en bancos centrales de terceros países a programas plurianuales de hermanamiento financiados por la UE. El Banco Central Europeo coordina, con las modalidades descritas en el presente artículo, algunos programas de gran envergadura. Estos programas, que acomete el Eurosistema, son también financiados por la Unión Europea, en el marco de políticas orientadas a reforzar la cooperación entre Europa y las regiones vecinas.

I INTRODUCCIÓN

El Eurosistema finalizó en el 2007 dos importantes programas de prestación de asistencia técnica al Banco Central de Bosnia y Hercegovina y al Banco Central de Egipto. En el 2008, la institución inició un nuevo programa de ayuda al Banco Central de Rusia (el segundo en los cinco últimos años), además de comenzar a preparar otros dos programas. Cada una de estas actividades se ha llevado a cabo de forma conjunta entre varios bancos centrales del Eurosistema y, a veces, con la ayuda de bancos centrales de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. El Banco Central Europeo (BCE) ha asumido la coordinación y la responsabilidad contractual de los programas, la gestión de los proyectos y las correspondientes funciones administrativas. Los programas forman parte de una política más general a través de la cual el Eurosistema ha consolidado en los últimos años su relación con los bancos centrales de todos los países del entorno europeo. Esta política se ha basado en un diálogo sostenido, por ejemplo a través de seminarios periódicos de alto nivel, con los bancos centrales de los países en vías de adhesión a la UE, con el Banco Central de Rusia, con los gobernadores de los bancos centrales del Mediterráneo y con los de algunas regiones del África subsahariana o de la Península Arábiga. Con frecuencia, estas reuniones han sido el foro en el que

se han ideado los programas de asistencia técnica. Estos programas han sido financiados por la Comisión Europea, en el marco de políticas orientadas a reforzar la cooperación entre la Unión Europea y sus vecinos, incluidos los países que desean integrarse en la UE.

Los programas del Eurosistema son reflejo de una actividad, la asistencia técnica, sólidamente establecida entre los bancos centrales de todo el mundo. En la sección 2 de este artículo se explica en qué consiste la asistencia técnica entre bancos centrales y cómo se imparte, se ofrecen algunos importantes ejemplos pertenecientes a la historia reciente y se analiza brevemente el papel de las instituciones financieras internacionales en este ámbito. La sección 3 se refiere al papel de los bancos centrales nacionales del Eurosistema y al del BCE. En la sección 4 se examinan los amplios programas desarrollados por el Eurosistema y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 ASISTENCIA TÉCNICA ENTRE BANCOS CENTRALES

La cooperación entre bancos centrales es una práctica sólidamente establecida, que empezó con la constitución de una red internacional de grandes bancos centrales en la primera mitad del siglo pasado, tras la creación del Banco de Pagos Inter-

nacionales (BPI) en 1930. En este artículo se analiza concretamente la cooperación entre bancos centrales que puede definirse como asistencia técnica. Esta clase de asistencia comprende todas aquellas actuaciones a través de las cuales los bancos centrales transfieren sus conocimientos técnicos, comparten las mejores prácticas, contribuyen a la creación de capacidad o intercambian recursos humanos. Por consiguiente, la asistencia técnica excluye las prácticas relacionadas con el diálogo entre bancos centrales en materia de políticas o con actuaciones de mayor alcance, como la concesión de préstamos, la conclusión de acuerdos cambiarios o la definición colectiva de estándares y prácticas comunes. Aunque la esencia de la asistencia técnica es la transferencia de experiencia, su objetivo último va más allá de esta actividad. Cuando los bancos centrales ponen sus conocimientos técnicos a disposición de sus homólogos, no sólo se ayudan mutuamente a alcanzar elevados niveles de profesionalidad, independencia y transparencia, sino que contribuyen también a promover la estabilidad monetaria y financiera a escala mundial.

Por lo que se refiere a las modalidades de asistencia técnica entre bancos centrales, existe una gran variedad de actividades. Los bancos centrales pueden proporcionar dicha asistencia a través de sus centros de formación, ofreciendo una extensa gama de cursos u otras actividades educativas, o pueden organizar conferencias y seminarios dirigidos a representantes de bancos centrales de todo el mundo. También pueden prestar asistencia técnica directamente a las instituciones beneficiarias, mediante el envío de expertos en comisión de servicio, el asesoramiento en materia de consolidación de las instituciones y de formulación de políticas, o la organización periódica de misiones sobre temas técnicos o institucionales. Los bancos centrales pueden actuar de forma unilateral o concluir acuerdos con entidades distintas de los bancos centrales (como instituciones

financieras internacionales, instituciones de la UE o sus propias autoridades), con el fin de coordinar las actividades y, a veces, obtener financiación externa.

Históricamente, la asistencia técnica entre bancos centrales ha sido particularmente intensa en fases caracterizadas por la consolidación de las instituciones, es decir, por la creación de nuevas instituciones monetarias o por la necesidad de hacer frente a nuevos retos en las instituciones existentes. Esto ocurrió, por ejemplo, en Europa inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial, cuando el BPI prestó asistencia técnica a los antiguos o nuevos bancos centrales de Europa Occidental. Las autoridades estadounidenses también ayudaron a los bancos centrales de Europa Occidental a crear estructuras institucionales y mecanismos operativos destinados a reconstruir sistemas de pago multilaterales y establecer la convertibilidad de las monedas. La consolidación de las instituciones fue también particularmente intensa unas décadas más tarde, durante el proceso de descolonización de los años sesenta, cuando las instituciones europeas ayudaron a crear bancos centrales en los nuevos países independientes. A finales de los años ochenta, la transición económica que experimentaron las antiguas economías socialistas generó una nueva oleada de actuaciones. Los bancos centrales de Europa Central y Oriental pasaron del anterior modelo socialista, en el que las funciones de banco central y de prestamista público estaban reunidas en una misma institución que no gozaba de autonomía respecto al Gobierno, al modelo vigente en las economías de mercado. La disolución de la Unión Soviética en 1992 y la creación de nuevos Estados que necesitaban tener su propio banco central supusieron retos adicionales. En el recuadro 1 se describen las acciones emprendidas por la comunidad internacional de bancos centrales a partir de 1990 para ayudar a los bancos centrales de las economías en transición.

Recuadro I

COORDINACIÓN DE LA ASISTENCIA TÉCNICA PRESTADA POR LOS BANCOS CENTRALES DE LOS PAÍSES DEL G10 TRAS EL INICIO DE LA TRANSFORMACIÓN ECONÓMICA DE LOS ANTIGUOS PAÍSES SOCIALISTAS

En su reunión de julio de 1990, los gobernadores de los bancos centrales de los países del G10 consideraron la utilidad de coordinar la asistencia técnica y la formación proporcionadas a los bancos centrales de los países de Europa Central y Oriental y de la Comunidad de Estados Independientes (CEI). El proceso de coordinación propuesto por los gobernadores, para el que se solicitó la colaboración del BPI, no era oneroso, ya que se basaba en redes bilaterales y en el intercambio de información sobre la asistencia técnica y la formación.

Un núcleo de bancos centrales donantes, compuesto por representantes de los bancos centrales de los países del G10, Austria y el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el que se integró posteriormente el BCE, empezó a reunirse periódicamente a partir del otoño de 1991. Asimismo, a fin de facilitar el proceso de coordinación, el BPI creó una base de datos que incluía las actividades relacionadas con la asistencia técnica y la formación.

Inicialmente se organizaron dos series de reuniones. La primera estaba destinada a los países de Europa Central y Oriental (posteriormente se fue invitando gradualmente a los países bálticos y a las antiguas repúblicas yugoslavas). La segunda serie de reuniones agrupaba a los bancos centrales receptores de la CEI y, en los primeros momentos, se celebraron al mismo tiempo que una reunión más amplia de alto nivel convocada por el FMI.

Los gobernadores han venido recibiendo regularmente informes de situación sobre las actividades del grupo, siendo el último el de mayo del 2003. También se ha prorrogado el mandato del grupo (el actual mandato expira en el 2008). En la última evaluación, los gobernadores acordaron que:

- el grupo juntaría las dos series de reuniones y celebraría un solo encuentro una vez al año, con la participación de los bancos centrales de los países de Europa Central y Oriental y de la CEI;
- el grupo se reuniría ocasionalmente con importantes proveedores internacionales de servicios de formación a bancos centrales de todo el mundo (estas reuniones se celebraron en el 2004 y 2007).

En las últimas décadas, la banca central se ha caracterizado por una rápida evolución técnica y tecnológica, que ha influido en todos los sistemas operativos. Los bancos centrales beneficiarios han recibido ayuda de sus homólogos, con vistas a implantar estrategias de política monetaria orientadas hacia la estabilidad, ampliar sus mecanismos de intervención en los mercados monetarios y cambiarios, incrementar la eficacia y la seguridad de los sistemas de pago, potenciar su capacidad de análisis de la evolución económica y financiera, propiciar el uso de técnicas de predicción, perfeccionar sus sistemas de supervisión, luchar contra el blanqueo de capitales y la finan-

ciación del terrorismo, compilar y difundir series de estadísticas más extensas y precisas, elevar el nivel de calidad y seguridad de los billetes, reforzar la independencia de los bancos centrales y, por último pero no por ello menos importante, mejorar la estructura de gobierno de los bancos centrales.

En Europa, el proceso de ampliación de la UE, desde 15 a 27 Estados miembros, llevado a cabo entre los años 2004 y 2007, ha impuesto a los bancos centrales de los países en vías de adhesión la obligación de cumplir una amplia gama de requisitos institucionales y operativos (con frecuencia comprendidos en la denominación general de

acervo comunitario) y de incorporarse al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Ello ha llevado a los bancos centrales de los países de la UE —y, desde 1998, al propio BCE— a desplegar un esfuerzo considerable por ayudar a los bancos centrales de los países que iban a integrarse en la UE. Cuando Chipre, Malta y Eslovenia se incorporaron a la zona del euro, sus bancos centrales requirieron ayuda adicional, con vistas a aprovechar la experiencia adquirida por otros bancos centrales en el proceso de cambio a la moneda única.

El Eurosistema ha participado en el esfuerzo colectivo de la comunidad de bancos centrales. Huelga decir que otros bancos centrales del mundo han tomado parte en esta acción solidaria, incluso frente a bancos centrales europeos. Entre estas instituciones, cabe destacar la Reserva Federal de Estados Unidos (con programas especializados de formación ofrecidos tanto por el Comité de Gobernadores en Washington como por varios bancos de la Reserva Federal), el Bank of England (en el Centre for Central Banking Studies de Londres) y la Banque Nationale Suisse (en el Centre d'Études de Gerzensee).

Para completar el panorama, hay que señalar que los bancos centrales no están solos a la hora de ayudar a sus homólogos. Ya se ha mencionado al BPI. Desde su creación, el FMI y el Banco Mun-

dial han venido ofreciendo programas de asistencia técnica y han creado departamentos operativos dedicados a proporcionar formación a los bancos centrales miembros de estas instituciones. El recuadro 2 recoge un ejemplo de coordinación efectiva entre instituciones internacionales y europeas, incluido un banco central del Eurosistema.

3 EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES Y DEL BCE

Dentro del Eurosistema, la mayor parte de la asistencia técnica viene prestada por los bancos centrales nacionales. Esto se debe a que, durante décadas, los bancos centrales de los países de la UE han desarrollado fuertes vínculos de cooperación con otros bancos centrales, por lo que estas actividades se han mantenido dentro del ámbito de sus competencias después del inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Los bancos centrales nacionales operan según patrones distintos, que son reflejo de su historia, de la configuración de sus instituciones y, con frecuencia, de las relaciones exteriores de su país. En general, considerando la experiencia del Eurosistema en su conjunto (véase recuadro 3), se observan cuatro patrones diferentes.

Primero, unos bancos centrales nacionales se han convertido en proveedores globales de servicios

Recuadro 2

EJEMPLO DE COORDINACIÓN ENTRE INSTITUCIONES: EL JOINT VIENNA INSTITUTE

El continuo aumento de las solicitudes y la multiplicidad de donantes ponen de manifiesto hasta qué punto es necesaria la cooperación internacional para coordinar las actuaciones. Buen ejemplo de esta coordinación es el Joint Vienna Institute (JVI), que proporciona formación a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado de países en transición de Europa Central, Oriental y Sudoriental, la CEI y Asia. El JVI está patrocinado por a) dos Miembros Principales: el FMI y las autoridades austríacas (el Ministerio Federal de Economía y el Oesterreichische Nationalbank), y b) cuatro Miembros Contribuyentes: el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Trabajo. Varios países donantes proporcionan también una generosa ayuda financiera. El JVI ofrece un programa completo de unos 60 seminarios al año, en general de corta duración, sobre temas en los que están especializados los distintos organismos patrocinadores. Estos seminarios se centran principalmente en temas prácticos de relevancia para las economías en transición. Desde su creación en 1992, cerca de 22.000 funcionarios han recibido formación impartida por el JVI.

de formación. Empleados de estos bancos se dedican a tiempo completo a tareas de asistencia técnica y disponen de una infraestructura permanente para organizar, fuera y dentro de la institución, cursos de formación de interés general para la comunidad de bancos centrales. A veces, operan en coordinación con las oficinas de relaciones exteriores o con las agencias estatales de ayuda de su país, y cooperan también activamente con organismos internacionales, como el FMI o el Banco Mundial.

Segundo, otros bancos se limitan a mantener relaciones directas con un número más reducido de bancos centrales, con los que tienen vínculos históricos o comparten el mismo idioma. No cuentan

con estructuras administrativas específicamente dedicadas a la formación y disponen de unidades más pequeñas de coordinación a tiempo completo.

Tercero, ciertos bancos siguen un enfoque fundamentalmente basado en la demanda, no tienen empleados que se dediquen de forma permanente a la asistencia técnica, y atienden peticiones individuales en función de la disponibilidad de recursos y de la intensidad de los vínculos bilaterales existentes con las instituciones beneficiarias.

Cuarto, un grupo que comprende algunos de los bancos centrales nacionales más pequeños, presta asistencia técnica de forma puntual, debido a restricciones de personal.

Recuadro 3

EXPERIENCIA DE ALGUNOS BANCOS CENTRALES NACIONALES

Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Fuera de la zona del euro, este BCN proporciona asistencia técnica a la Banque Centrale du Congo, en el marco de un acuerdo bilateral de cooperación con la República Democrática del Congo.

Deutsche Bundesbank. Desde hace muchos años, el Deutsche Bundesbank considera que debe contribuir a establecer y desarrollar sistemas de bancos centrales orientados hacia el mercado en numerosos países de todo el mundo. A estos efectos, este BCN lleva a cabo una serie de actividades basadas en la demanda, cuya coordinación corre a cargo del Centro de Cooperación Técnica con los Bancos Centrales.

Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Además de participar en las actividades del Eurosistema, la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland ha establecido mecanismos bilaterales de asistencia en materia de supervisión y estabilidad financiera y sobre distintos temas administrativos y técnicos.

Banco de Grecia. El Banco de Grecia lleva mucho tiempo prestando asistencia técnica a los bancos centrales de países de Europa Meridional y Oriental, especialmente en el ámbito de la supervisión bancaria (promoviendo acuerdos multilaterales entre bancos centrales de la región), de los sistemas de pago y de la política monetaria.

Banco de España. A partir del 2003, la asistencia técnica que viene prestando el Banco de España se ha extendido de América Latina a otras regiones. La asistencia proporcionada, a menudo en conjunción con organizaciones internacionales u otros bancos centrales, se traduce en formación y asesoramiento en temas de banca central y de supervisión.

Banque de France. El enfoque basado en la demanda adoptado por este BCN se fundamenta con frecuencia en relaciones duraderas con otros bancos centrales. La oficina del gobernador es respon-

sable de la cooperación técnica y el Instituto Bancario y Financiero Internacional de la Banque de France organiza cerca de 50 seminarios al año, en Francia y en otros países.

Banca d'Italia. La Banca d'Italia proporciona formación y creación de capacidad a los bancos centrales de países en vías de adhesión a la UE, de otros países vecinos a la UE y de determinadas economías emergentes, sobre todas las funciones institucionales desempeñadas por el banco (banca central, supervisión bancaria, sistemas de pago y tesorería) y las actividades de soporte (informática, auditoría interna, etc.).

Banque centrale du Luxembourg. En los últimos años, la Banque centrale du Luxembourg ha prestado regularmente asistencia técnica sobre varios temas a distintos bancos centrales, especialmente en países de África y Asia, con los que mantiene relaciones privilegiadas.

De Nederlandsche Bank. Este BCN presta asistencia técnica, fundamentalmente a economías en transición (y a países representados por los Países Bajos en el FMI), a través de seminarios internacionales, seminarios regionales en otros países, y compromisos y actividades bilaterales en las que participan unos 90 especialistas con experiencia práctica.

Oesterreichische Nationalbank. El banco central austriaco trabaja en colaboración con el Joint Vienna Institute, del que es uno de los patrocinadores y en el que ofrece cursos de formación. El Oesterreichische Nationalbank presta asistencia técnica, sobre todo a países de Europa Meridional y Oriental, a través de acuerdos bilaterales de cooperación, que comprenden consultas, conferencias y visitas de estudio.

Banco de Portugal. Este BCN coopera principalmente con países africanos de habla portuguesa y con Timor Oriental, a través de actividades coordinadas por su departamento de relaciones internacionales, que desarrolla de forma bilateral o mediante cursos regionales (con la frecuente participación del Instituto del FMI), seminarios y talleres.

Banka Slovenije. El Banka Slovenije ha prestado asistencia técnica a bancos centrales de Europa Meridional y Oriental, debido a los lazos históricos que mantiene con estos países y, más recientemente, a los BCN de Estados miembros de la UE que aún no han adoptado el euro, en relación con el proceso de cambio a la nueva moneda.

Suomen Pankki – Finlands Bank. El Suomen Pankki ha prestado principalmente asistencia técnica a economías en transición, especialmente a Rusia, a través de seminarios periódicos de formación, impartidos entre los años 1993 y 2006 y sustituidos recientemente por un seminario anual para economistas de alto nivel.

Varias decenas de expertos de bancos centrales nacionales participan en estas actividades. Tal y como se indica en el recuadro 4, sólo se dispone de una estimación para las actividades realizadas en beneficio de bancos centrales de las regiones geográficamente más próximas a la UE, con las que existen relaciones más profundas, resultado de vínculos históricos e institucionales. Por esta razón, el Eurosistema creó un grupo de trabajo so-

bre cooperación entre bancos centrales, que había de ser un instrumento flexible de intercambio de información sobre actividades pasadas y orientaciones futuras. Cuando se constituyó el grupo de trabajo en el año 2000, su cobertura geográfica comprendía los doce países europeos que aspiraban entonces a formar parte de la UE. Desde la incorporación de estos países a la UE, la cooperación con sus bancos centrales es parte integrante

de las relaciones intrainstitucionales dentro del SEBC. La cobertura geográfica del grupo de trabajo se amplió posteriormente a los nuevos países de Europa Meridional y Oriental candidatos o candidatos potenciales a la UE, y a un concepto más amplio de «vecindad de la UE», que comprende Rusia y los países europeos de la CEI, los países de las orillas meridional y oriental del Mediterráneo, de Oriente Medio y del África subsahariana.

En determinados casos, el grupo de trabajo se utiliza también como foro para coordinar pro-

yectos más amplios de cooperación con bancos centrales de estas regiones. En las secciones siguientes se describen algunos de estos proyectos. Por otro lado, el grupo de trabajo facilita la reasignación voluntaria de las solicitudes de cooperación, cuando no pueden ser atendidas exclusivamente por el banco central al que van dirigidas. Aunque el grupo de trabajo fue creado por el Eurosistema, representantes de bancos centrales de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro han venido participando cada vez más en sus actividades.

Recuadro 4

ASISTENCIA TÉCNICA PROPORCIONADA POR EL EUROSISTEMA A REGIONES VECINAS A LA UE

Cada año, el grupo de trabajo sobre cooperación entre bancos centrales, del Comité de Relaciones Internacionales del BCE, recoge información sobre la asistencia técnica proporcionada por el Eurosistema a los bancos centrales de países europeos en transición que no forman parte de la UE (incluida Rusia), a países del Mediterráneo no pertenecientes a la Unión Europea, y a países de Oriente Medio y del África subsahariana. Se trata de una parte heterogénea del mundo, definida en el presente artículo como «regiones vecinas a la UE», a la que el Eurosistema dedica especial atención y para la que considera necesario compartir información. El período analizado está comprendido entre el mes de octubre del año anterior y el mes de septiembre del año en curso. Entre octubre del 2006 y septiembre del 2007, el equivalente de unas 30 personas por año realizaron actividades relacionadas con la asistencia técnica (misiones, cursos de formación, otras consultas, comisiones de servicio de larga y corta duración, etc.), que suponían contactos directos con el personal de bancos centrales de vecinas a la UE. En los cuadros que figuran a continuación se presenta el desglose de la asistencia técnica prestada a las regiones vecinas a la UE, por regiones y por actividades de banca central.

Cuadro A Desglose de la asistencia técnica prestada por el Eurosistema a regiones vecinas a la UE, por regiones

(por persona y año)

	África subsahariana	Países mediterráneos no pertenecientes a la UE*	Países candidatos y candidatos potenciales a la UE	Rusia y países europeos de la CEI	Oriente Medio**	Actividades interregionales***	Total
Oct 2006-Sept 2007	7,0	6,3	5,7	4,6	0,4	6,4	30,4
Oct 2005-Sept 2006	5,9	7,3	9,4	5,7	1,0	5,7	35,0
Oct 2004-Sept 2005	5,0	3,8	7,5	7,3	0,4	5,5	29,5
Oct 2003-Sept 2004	5,7	3,5	3,1	6,2	0,2	5,9	24,6

* Excluida Turquía, que está incluida en los países candidatos y candidatos potenciales a la UE.

** Excluidos Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Libia y Siria, que están incluidos en los países mediterráneos no pertenecientes a la UE, en su calidad de participantes en el denominado Proceso de Barcelona.

*** Las actividades interregionales se refieren al conjunto de regiones incluidas en este recuadro.

Cuadro B Desglose de la asistencia técnica prestada por el Eurosistema a regiones vecinas a la UE, por actividades de banca central

(por persona y año)

	Supervisión y estabilidad financiera	Operaciones monetarias y cambiarias	Formulación de la política monetaria	Regulación, estructura de gobierno y administración	Otros	Total
Oct 2006- Sept 2007	8,7	5,4	4,9	4,1	7,3	30,4
Oct 2005- Sept 2006	9,9	7,0	4,6	5,2	8,3	35,0
Oct 2004- Sept 2005	9,8	5,5	4,4	4,8	5,0	29,5
Oct 2003- Sept 2004	4,3	5,7	2,7	4,9	7,0	24,6

La supervisión y la estabilidad financiera fueron los temas más solicitados, seguidos de las operaciones monetarias y cambiarias, la formulación de la política monetaria, la regulación, la estructura de gobierno y la administración.

El BCE no persigue sistemáticamente una política activa de asistencia técnica, pero recibe y, siempre que sea posible, atiende numerosas solicitudes que abarcan una gran variedad de temas. En los últimos años, las actuaciones se han centrado, particularmente, en los sistemas de pago, las estadísticas y las operaciones de mercado. Al igual que otros bancos centrales, el BCE invita cada año a un elevado número de bancos centrales de todo el mundo a asistir a conferencias especializadas dirigidas a los representantes de estas instituciones. El BCE organiza, cada año, reuniones sobre estadísticas y sistemas de pago y de liquidación y, cada dos años, una Conferencia sobre Banca Central, con la participación de representantes de alto nivel de bancos centrales y de otras instituciones.

En algunas áreas, el personal del BCE recibe, sistemáticamente, peticiones específicas y ha proporcionado, regularmente, información y asesoramiento técnico sobre los preparativos que los bancos centrales y otras autoridades han de llevar a cabo para establecer sus propias uniones monetarias o reforzar las existentes. Las autoridades de terceros países han mostrado un considerable interés en conocer de qué manera el Instituto Monetario Europeo había coordinado los preparativos para la creación de la UEM entre 1994 y 1998. La cooperación con el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales en el seno

del Consejo de Cooperación del Golfo¹ ha sido particularmente intensa, y ha incluido la elaboración por los expertos del BCE de un informe sobre los posibles criterios de convergencia para los seis países miembros (2004) y los preparativos para la constitución de instituciones monetarias comunes (2006). Desde el inicio de la UEM, el BCE ha recibido también peticiones de asesoramiento sobre la creación de uniones monetarias, procedentes de las autoridades de las siguientes agrupaciones regionales de países africanos: Mercado Común del África Austral y Oriental (Common Market for Eastern and Southern Africa – COMESA)², Comunidad de Desarrollo del África Austral (South African Development Community – SADC)³, Zona Monetaria de África Oeste (West African Monetary Zone – WAMZ)⁴ y la Unión Monetaria y Económica Africana (West African Economic and Monetary Union – WAEMU)⁵.

1 El Consejo de Cooperación del Golfo reúne a Bahráin, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos.

2 COMESA está compuesto por Burundi, Comoras, República Democrática del Congo, Djibuti, Egipto, Eritrea, Etiopía, Kenia, Libia, Madagascar, Malaui, Mauricio, Ruanda, Seychelles, Sudán, Suazilandia, Uganda, Zambia y Zimbabue.

3 SADC agrupa a Angola, Botsuana, República Democrática del Congo, Lesoto, Madagascar, Malaui, Mauricio, Mozambique, Namibia, Sudáfrica, Suazilandia, República Unida de Tanzania, Zambia y Zimbabue.

4 WAMZ incluye a Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria y Sierra Leona.

5 WAEMU está integrada por Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo.

A la vista de la experiencia del BCE en la evaluación de la independencia de los bancos centrales de los Estados miembros de la UE acogidos a una excepción, distintas autoridades o bancos centrales homólogos han solicitado también la ayuda del Banco Central Europeo para definir las modificaciones que habrían de introducirse en la legislación relativa a su banco central o en el correspondiente desarrollo legislativo, recibiendo, en respuesta, opiniones de los expertos del BCE, que pudieran presentar a los legisladores u otros reguladores de su país. Se han recibido peticiones similares, principalmente de las autoridades de países que se hallan en el proceso de adhesión a la UE, en calidad de países candidatos o candidatos potenciales (por ejemplo, Albania, Croacia, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Serbia y Turquía). Sin embargo, las autoridades de países que no tienen la perspectiva de incorporarse a la UE han solicitado, y obtenido, opiniones de los expertos del BCE sobre las propuestas de legislación relativa al banco central que estaban siendo debatidas en su país.

4 AMPLIOS PROGRAMAS DEL EUROSISTEMA

Mucho antes de la constitución del Eurosistema, los bancos centrales nacionales participaron en amplios programas plurianuales de asistencia técnica, financiados por la Comisión Europea⁶. Esta forma de asistencia técnica, o hermanamiento (*twinning*), ha resultado ser particularmente eficaz porque crea fuertes vínculos institucionales entre entidades que desempeñan las mismas funciones en los países donantes y beneficiarios. Una institución pública de un Estado miembro de la UE, como un banco central nacional, puede concertar acuerdos de hermanamiento (*twinning agreements*) con instituciones de otros Estados Miembros, formando consorcios de hasta tres instituciones como máximo. Los acuerdos de hermanamiento pueden durar de seis meses (hermanamientos de corta duración, denominados *twinning light*) a tres años, y se basan siempre en un detallado plan de trabajo, con la obligación final de conseguir determinados resultados. Ello supone que, al vencimiento del acuerdo de hermanamiento, la institución beneficiaria debe haber recibido la asistencia técnica apropiada para poder ejercer sus

responsabilidades institucionales frente a la UE en el ámbito en cuestión. De hecho, tal y como se explica en el recuadro 5, los acuerdos de hermanamientos suscritos en la pasada década han desempeñado un papel decisivo en preparar a los bancos centrales de varios países candidatos para su incorporación al SEBC en el momento en que su país se integrara en la UE.

Los acuerdos de hermanamiento siguen siendo un importante instrumento para garantizar el cumplimiento del acervo comunitario por parte de los nuevos países candidatos a la UE⁷. Recientemente, la UE ha ampliado el alcance geográfico de los acuerdos de hermanamiento, para incluir a los países vecinos a la UE que no tienen la adhesión en perspectiva⁸. Para estos países, el objetivo de los acuerdos de hermanamiento es lograr un marco institucional y normativo nacional próximo a los estándares de la UE. Algunos bancos centrales nacionales del Eurosistema están suscribiendo, o contemplando la posibilidad de suscribir, esta clase de acuerdos con países candidatos o candidatos potenciales a la adhesión, o con países vecinos a la UE que no son candidatos.

6 El Banco Europeo de Inversiones (BEI) también promueve y financia, aunque a menor escala, la asistencia técnica. Para ello fundó el Fondo de Apoyo para la Asistencia Técnica del FEMIP (Fondo Euromediterráneo de Inversión y Asociación), que financia, entre otras cosas, estudios sobre la infraestructura financiera de los países del Mediterráneo. Hasta el momento, ningún banco central del Eurosistema ha participado en los proyectos de asistencia técnica del BEI.

7 La Unión Europea ofrece un amplio apoyo a los países candidatos o candidatos potenciales a la adhesión, con una aportación de 11,5 mm de euros para el período 2007-2013, destinada al Instrumento de Ayuda de Preadhesión (IAP). Estos países son Albania, Bosnia y Hercegovina, Croacia, Montenegro, Serbia, la Antigua República Yugoslava de Macedonia y Turquía. El estatuto oficial de Kosovo en el proceso de ampliación de la UE es todavía objeto de debate.

8 Para el período 2007-2013 se han destinado 12 mm de euros a la Política Europea de Vecindad, en cuyo marco se desarrollan las relaciones con Argelia, Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Egipto, Georgia, Israel, Jordania, Líbano, Libia, Moldavia, Marruecos, Territorio palestino ocupado, Siria, Túnez y Ucrania. La UE tiene previsto crear un espacio económico único con Rusia, a través de una Asociación Estratégica.



Recuadro 5

ACUERDOS DE HERMANAMIENTO FINANCIADOS POR LA COMISIÓN EUROPEA

Al comienzo del proceso de ampliación, la Banque de France inició un hermanamiento de dos años con el Narodowy Bank Polski, liderando un consorcio en el que participaba la Banca d'Italia. Se proporcionó asistencia sobre una extensa gama de temas de banca central. Unos años más tarde, el Deutsche Bundesbank inició con el Česká národní banka un hermanamiento de dieciocho meses sobre estabilidad financiera. Bulgaria y Rumanía recibieron también asistencia técnica de un consorcio compuesto por la Banca d'Italia, el De Nederlandsche Bank y la Banque de France, y liderado por este último banco central. La asistencia se impartió en forma de dos programas consecutivos de hermanamiento de dos años de duración y cubrió múltiples áreas de banca central. El Deutsche Bundesbank y el Narodowy Bank Polski están contemplando suscribir con el Banco Nacional de Ucrania un acuerdo de hermanamiento sobre un conjunto horizontal de distintos temas de banca central. El Deutsche Bundesbank está contemplando también suscribir con el Banco Central de Bosnia y Herzegovina un acuerdo de hermanamiento sobre recursos humanos.

En algunos casos, instituciones distintas de los bancos centrales se han beneficiado de la participación de bancos centrales nacionales del Eurosistema en programas de hermanamiento. Por ejemplo, en el marco de un proyecto de hermanamiento, el Deutsche Bundesbank ha proporcionado a la Comisión Turca de Mercados de Capitales asesoramiento sobre la legislación relativa a estos mercados. Por su parte, la Banca d'Italia ha participado en un programa de hermanamiento con la Oficina de Estadística de Bosnia y Herzegovina.

Una variante del hermanamiento son los acuerdos mediante los cuales el Eurosistema asume obligaciones similares, aprovechando la facultad del BCE de suscribir un acuerdo único de financiación con la Comisión Europea en nombre de varios bancos centrales del Eurosistema, en línea con la misión del Eurosistema de desempeñar sus funciones de forma eficaz y eficiente, con espíritu de cooperación y de trabajo en equipo.

El acuerdo viene suscrito por el BCE (también en nombre de los bancos centrales nacionales participantes) con la Comisión Europea, en beneficio del banco central de un tercer país. Al igual que en los acuerdos de hermanamiento, el programa se desarrolla bajo el control de un comité de coordinación, que está presidido por el banco central beneficiario y en el que participa la Comisión Europea. Asimismo, las obligaciones contractuales que se derivan del programa están claramente definidas. El BCE asume la responsabilidad general de la gestión y del control del presupuesto, mientras que los bancos centrales nacionales brindan aseso-

ramiento a través de visitas de expertos a la institución receptora, pudiendo ser estas visitas de larga o corta duración. Un equipo, seleccionado mediante un procedimiento establecido por el Eurosistema, se encarga localmente de la coordinación del programa y de la asistencia al banco central beneficiario.

Este modelo presenta cuatro ventajas principales. En primer lugar, permite al Eurosistema acometer programas de mayor envergadura, que serían demasiado gravosos para un solo banco central. En segundo lugar, ofrece al BCE y a los bancos centrales nacionales participantes la oportunidad de desarrollar nuevas formas de cooperación y de demostrar a sus socios externos la capacidad de cohesión que tiene el Eurosistema. En tercer lugar, potencia las relaciones previamente establecidas entre el Eurosistema y los bancos centrales beneficiarios. En cuarto lugar, refuerza la visibilidad de la UE ante los países socios, también al comprobarse la colaboración existente entre las dos instituciones europeas que prestan la asistencia concertada (el BCE y la Comisión).

El primero de estos programas se llevó a cabo en el Banco Central de la Federación de Rusia entre noviembre del 2003 y octubre del 2005, con la participación del BCE y de nueve bancos centrales nacionales del Eurosistema (Banca d'Italia, Banco de España, Banco de Portugal, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, Oesterreichische Nationalbank y Suomen Pankki – Finlands Bank), y la asistencia de tres supervisores que no eran bancos centrales: Financial Services Authority (UK), Finansinspektionen (SE), y Rahoitustarkastus (FI). En el marco del programa se impartió formación en todo el país a un total de 1000 empleados de sucursales del Banco Central de la Federación de Rusia, que tenían funciones supervisoras y a los que se enseñó las mejores prácticas de supervisión aplicadas en la UE. A estos efectos, se organizaron 60 cursos de formación y cuatro seminarios académicos de alto nivel. El material de formación se recopiló en un libro de autoestudio sobre las prácticas de supervisión seguidas en Rusia y en la UE. Este libro, que recogía la experiencia en materia de supervisión de ambas áreas económicas, se publicó en inglés y en ruso y se distribuyó al personal del Banco Central de la Federación de Rusia.

En el segundo programa intervinieron, por un lado, el Banco Central de Egipto y, por el lado del Eurosistema, el BCE, la Banca d'Italia, el Banco de Grecia, la Banque de France y el Deutsche Bundesbank. Entre noviembre del 2005 y noviembre del 2007, el Eurosistema prestó asistencia al Banco Central de Egipto para efectuar una revisión general de sus procedimientos administrativos y operativos en materia de supervisión bancaria, con el fin de pasar de un enfoque basado en el cumplimiento a un enfoque basado en el riesgo. La revisión abarcó seis aspectos de la supervisión: vigilancia en curso, inspecciones y controles, análisis macroprudencial, regulación y establecimiento de estándares, metodología y tecnología de la información, y un plan de formación para los supervisores. En los dos años se llevaron a cabo más de 70 actuaciones, entre misiones, visitas de estudio, cursos de formación y otras consultas.

El tercer programa, dirigido al Banco Central de Bosnia y Hercegovina, comenzó en abril del 2007 y finalizó en septiembre del mismo año. Durante estos seis meses, el BCE y ocho bancos centrales nacionales (Banca d'Italia, Banco de España, Banco de Grecia, Banka Slovenije, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Eesti Pank y Oesterreichische Nationalbank) identificaron los temas concretos en los que el Banco Central de Bosnia y Hercegovina había de progresar para alcanzar un nivel comparable al del banco central de un Estado miembro de la UE. Era preciso realizar avances en siete áreas relacionadas con la banca central: auditoría, coordinación entre supervisores bancarios, estudios y análisis económicos, estabilidad financiera, ejecución de la política monetaria con un sistema de *currency board*, sistemas de pago y estadísticas. El Eurosistema formuló 70 recomendaciones, que el Banco Central de Bosnia y Hercegovina ha empezado ya a poner en práctica.

Un nuevo programa plurianual en beneficio del Banco Central de la Federación de Rusia se suscribió en Moscú el 20 de marzo de 2008 y comenzó el 1 de abril de este año. El programa, que durará hasta diciembre del 2010, está dividido en dos partes. En materia de auditoría, el programa tiene por objeto familiarizar al Banco Central de la Federación de Rusia con las prácticas de auditoría del Eurosistema, teniendo en cuenta especialmente la transición desde un sistema de auditoría basado en el cumplimiento a un sistema basado en el riesgo. En el ámbito de la supervisión bancaria, el Eurosistema respaldará la implantación del Acuerdo de Basilea II en Rusia de conformidad con sus propios tres pilares, en particular el marco regulador. El programa estará a cargo de expertos del BCE y de Banca d'Italia, Banco de España, Banco de Grecia, Banque de France, De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, Oesterreichische Nationalbank y Suomen Pankki – Finlands Bank, éste último en colaboración con el supervisor financiero Rahoitustarkastus.

El BCE ha empezado también a negociar dos nuevos programas, que podrían comenzar en el 2008.

Un programa suscrito con el Banco Nacional de Serbia tendrá por objeto evaluar los preparativos

necesarios con vistas a la posible incorporación futura del país a la UE. El programa contemplará una amplia participación de los bancos centrales nacionales del SEBC y se centrará en siete áreas relacionadas con la banca central: liberalización de la cuenta de capital, protección y educación del consumidor, armonización de las regulaciones con el acervo comunitario, política monetaria y cambiaria, estadísticas, supervisión de entidades de crédito y de otras instituciones financieras.

Un nuevo programa, de una duración prevista de tres años, suscrito con el Banco Central de Egipto estará dedicado a la implantación del Acuerdo de Capital de Basilea II en ese país. El programa, que correrá a cargo del BCE y de ocho bancos centrales nacionales del SEBC, prestará asistencia al Banco Central de Egipto en los preparativos para la implantación de los tres pilares de Basilea II, en colaboración con el sector bancario y financiero del país.

5 CONCLUSIONES

La asistencia técnica en temas de banca central es una práctica institucional —encaminada a transferir conocimientos y compartir experiencia entre profesionales de distintas instituciones— que se remonta a la creación de un entramado de vínculos de cooperación entre bancos centrales de todo el mundo a lo largo del siglo pasado. Esta cooperación es del máximo interés para la comunidad de bancos centrales, dado que contribuye, en última instancia, a sostener la estabilidad monetaria y financiera en un mundo en el que todas las situaciones financieras están interrelacionadas.

La mayor parte de la asistencia técnica prestada por el Eurosistema a los bancos centrales de terceros países es impartida por los bancos centrales nacionales, según patrones institucionales y ope-

rativos distintos, que dependen de su historia y de sus relaciones internacionales. La información sobre la asistencia prestada a las regiones geográficamente más próximas a Europa se intercambia periódicamente en el seno del grupo de trabajo del Eurosistema sobre cooperación entre bancos centrales, que coordina también varios programas plurianuales de mayor amplitud organizados por el BCE en nombre del Eurosistema. Estos programas han sido financiados por la Comisión Europea en el marco de políticas regionales de la UE orientadas a potenciar la integración entre Europa y sus regiones vecinas. En conjunto, el Eurosistema es un importante proveedor de asistencia técnica a otros bancos centrales. Si se consideran solamente los bancos centrales de regiones europeas, el Eurosistema dedica a estas actividades el equivalente de unas 30 personas por año trabajando a tiempo completo. Esta ayuda ha sido decisiva en el pasado para preparar a los bancos centrales de nuevos Estados miembros con vistas a la ampliación de la UE, y viene prestada actualmente tanto a nuevos países candidatos como a economías emergentes del entorno europeo.

El Eurosistema sigue realizando e intensificando las actividades que sus bancos centrales nacionales ya habían empezado mucho antes de la constitución de esta institución. El creciente volumen de peticiones de ayuda que el Eurosistema recibe de los bancos centrales de terceros países es la prueba de la capacidad de Europa para prestar servicios de asistencia técnica en materia de banca central a países que no forman parte de la Unión Europea, al tiempo que muestra que el modelo de la UE suscita interés también en temas de banca central. Actuando al unísono, el Eurosistema ha ampliado considerablemente el alcance de sus actividades, en comparación con el período anterior al establecimiento de la UEM, siendo ese otro importante resultado, aunque prácticamente ignorado, de la creación de la Unión Monetaria en Europa.

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	\$55
6.2	Deuda	\$56
6.3	Variaciones de la deuda	\$57
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	\$58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	\$59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$60
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$61
7.3	Cuenta financiera	\$63
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$69
7.5	Comercio exterior de bienes	\$70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	\$72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	\$74
9.2	En Estados Unidos y Japón	\$75
	LISTA DE GRÁFICOS	\$76
	NOTAS TÉCNICAS	\$77
	NOTAS GENERALES	\$83

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años ³⁾ (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,3	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,7	4,28	4,38
2007 III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,1	4,49	4,38
IV	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,8	4,72	4,38
2008 I	3,8	10,3	11,2	-	11,0	20,5	4,48	4,13
II	.	.	.	-	.	.	4,86	4,73
2008 Ene	4,4	10,4	11,5	11,4	11,1	21,8	4,48	4,05
Feb	3,7	10,6	11,3	10,9	11,0	20,4	4,36	4,06
Mar	2,9	9,8	10,1	10,6	10,8	17,2	4,60	4,13
Abr	2,5	10,4	10,5	10,4	10,6	18,5	4,78	4,32
May	2,3	10,1	10,5	.	10,4	.	4,86	4,52
Jun	.	.	.	.	.	.	4,94	4,73

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-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)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,6	1,2556
2007	40,5	55,6	-94,8	253,8	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 III	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	16,8	9,7	18,2	-44,1	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	-10,0	-1,7	-66,3	68,6	356,3	112,7	113,1	1,4976
II	.	.	.	.	.	115,7	115,8	1,5622
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	111,9	1,4748
Mar	-4,9	1,3	-16,3	-0,1	356,3	114,6	115,0	1,5527
Abr	-8,6	3,0	-24,2	0,5	348,7	116,0	116,1	1,5751
May	.	.	.	.	349,2	115,5	115,7	1,5557
Jun	.	.	.	.	.	115,4	115,6	1,5553

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

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

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.
- 4) 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 6 junio	2008 13 junio	2008 20 junio	2008 27 junio
Oro y derechos en oro	209.515	209.402	209.376	209.353
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	136.204	135.683	136.095	135.270
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	55.300	55.502	55.195	56.283
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.077	14.788	14.861	14.686
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	438.030	466.035	463.047	483.006
Operaciones principales de financiación	153.000	191.001	188.001	208.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	285.027	275.026	275.043	275.004
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	2	2	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	6	1	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	31.396	30.353	30.606	31.723
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	114.943	115.223	115.296	114.708
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	38.007	38.007	38.002	38.002
Otros activos	369.274	377.619	378.673	379.679
Total activo	1.407.746	1.442.612	1.441.151	1.462.710

2. Pasivo

	2008 6 junio	2008 13 junio	2008 20 junio	2008 27 junio
Billetes en circulación	675.558	675.044	674.305	677.441
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	195.146	225.932	216.002	227.208
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	195.069	225.868	215.783	226.528
Facilidad de depósito	70	54	48	674
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	7	10	171	6
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	156	148	210	206
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	66.496	65.823	74.936	81.404
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	72.348	76.882	77.464	77.470
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.396	1.600	1.816	2.998
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	16.587	17.057	16.596	15.575
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.148	5.148	5.148	5.148
Otros pasivos	146.008	147.072	146.767	147.357
Cuentas de revalorización	156.231	156.231	156.231	156.231
Capital y reservas	71.672	71.675	71.676	71.672
Total pasivo	1.407.746	1.442.612	1.441.151	1.462.710

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ^{b)}	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2008 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
11	202.780	343	191.000	4,00	4,03	4,18	7
18	224.290	425	188.000	4,00	4,03	4,13	7
25	243.286	439	208.000	4,00	4,07	4,25	7
2 Jul	254.664	433	154.500	4,00	4,10	4,15	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2007 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
12 Jun	99.781	128	50.000	-	4,60	4,72	91
26	89.836	174	50.000	-	4,50	4,67	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 19 Dic	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
10 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	18.505	15	14.000	4,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

2) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.

3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008 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	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1
Abr	17.955,9	9.762,0	856,1	2.135,6	1.562,3	3.640,0

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 I	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
2008 11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
10 Jun	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 Jul	211,9	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	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
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 15 Ene	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
12 Feb	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 Mar	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 Abr	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9
13 May	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,9	-112,3	208,6	876,5
10 Jun	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7

Fuente: BCE.

- 1) Fin de período.
- 2) 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)].
- 3) Debido a la adopción del euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 13 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 12 y el 31 de diciembre de 2007 y las exigencias de reservas de los 15 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008.
- 4) 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 III	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
IV	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 Ene	1.934,3	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
Feb	1.957,8	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
Mar	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
Abr	2.012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
May ³⁾	2.009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007 III	28.438,9	16.175,3	794,0	9.948,1	5.433,3	3.748,3	1.214,4	806,3	1.727,6	95,9	1.226,1	4.875,1	203,1	2.115,0
IV	29.447,4	16.905,0	956,1	10.159,9	5.789,0	3.880,8	1.194,1	949,7	1.737,0	93,5	1.296,6	4.872,5	206,0	2.193,0
2008 Ene	30.046,7	17.123,9	961,0	10.299,8	5.863,1	3.973,7	1.219,8	962,1	1.791,8	98,2	1.315,4	5.088,5	205,7	2.241,3
Feb	30.219,3	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	2.295,1
Mar	30.228,2	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	2.377,8
Abr	30.522,9	17.425,7	971,0	10.523,6	5.931,1	4.095,2	1.224,5	1.032,3	1.838,4	99,9	1.365,9	5.079,5	198,1	2.258,6
May ³⁾	30.908,0	17.605,6	963,3	10.587,8	6.054,5	4.177,3	1.229,3	1.055,0	1.893,0	98,8	1.386,4	5.061,5	198,7	2.379,6

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 III	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
IV	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 Ene	1.934,3	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
Feb	1.957,8	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
Mar	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
Abr	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
May ³⁾	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
IFM, excluido el Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007 III	28.438,9	-	14.255,0	144,3	8.410,0	5.700,7	778,4	4.577,1	1.589,4	4.527,5	2.711,6
IV	29.447,4	-	15.085,2	127,1	8.865,9	6.092,2	754,1	4.645,2	1.678,8	4.530,4	2.753,6
2008 Ene	30.046,7	-	15.188,9	114,3	8.926,4	6.148,2	835,5	4.686,7	1.699,4	4.794,2	2.841,9
Feb	30.219,3	-	15.219,0	135,4	8.942,3	6.141,3	852,8	4.686,7	1.702,8	4.869,0	2.889,0
Mar	30.228,2	-	15.287,8	139,8	9.012,1	6.136,0	843,0	4.678,6	1.719,0	4.761,2	2.938,5
Abr	30.522,9	-	15.476,8	131,0	9.101,7	6.244,2	852,1	4.706,1	1.727,8	4.927,6	2.832,5
May ³⁾	30.908,0	-	15.653,4	129,5	9.173,5	6.350,4	876,1	4.789,0	1.733,8	4.959,7	2.896,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007 III	21.652,2	10.760,4	811,8	9.948,7	2.242,2	1.433,7	808,5	826,4	5.243,9	218,7	2.360,5
IV	22.331,4	11.134,4	973,9	10.160,5	2.370,9	1.419,2	951,7	884,7	5.246,2	221,1	2.474,1
2008 Ene	22.833,6	11.281,0	980,5	10.300,5	2.414,1	1.450,0	964,1	893,5	5.489,7	221,1	2.534,3
Feb	22.975,5	11.326,1	970,8	10.355,2	2.438,7	1.452,6	986,1	872,3	5.529,8	216,0	2.592,7
Mar	23.012,2	11.425,9	977,6	10.448,3	2.459,4	1.452,3	1.007,1	871,5	5.355,2	212,6	2.687,5
Abr	23.182,6	11.514,1	989,8	10.524,3	2.494,4	1.459,7	1.034,8	921,4	5.454,8	214,1	2.583,8
May ^(p)	23.386,0	11.570,6	982,1	10.588,5	2.523,0	1.465,5	1.057,4	921,7	5.438,1	214,7	2.717,9
	Operaciones										
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.593,4	1.016,6	-9,7	1.026,3	229,5	-46,8	276,3	59,8	792,1	-0,5	496,0
2007 IV	564,4	233,8	8,0	225,7	98,3	-12,2	110,5	52,2	94,2	-5,8	91,6
2008 I	779,2	256,5	0,9	255,6	81,8	24,7	57,1	-7,0	261,1	-9,7	196,5
2008 Ene	408,8	94,0	3,6	90,4	22,6	13,6	9,0	10,3	236,2	-1,3	47,1
Feb	192,5	50,7	-9,6	60,2	25,9	2,8	23,1	-19,8	85,4	-5,1	55,5
Mar	177,9	111,9	6,9	105,0	33,3	8,3	25,0	2,5	-60,4	-3,3	94,0
Abr	160,8	91,9	12,0	79,9	38,7	10,9	27,8	47,6	86,0	1,5	-104,9
May ^(p)	200,0	58,5	-7,6	66,2	31,0	10,0	21,0	0,6	-23,2	0,6	132,4

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007 III	21.652,2	610,4	196,0	8.429,2	682,5	2.811,5	1.394,7	4.575,7	2.979,9	-27,9
IV	22.331,4	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.866,8	1.487,5	4.596,4	3.083,9	-38,3
2008 Ene	22.833,6	623,1	168,9	8.947,4	737,3	2.853,7	1.515,8	4.867,1	3.150,8	-30,5
Feb	22.975,5	628,7	189,2	8.965,5	750,1	2.822,5	1.514,8	4.927,3	3.200,9	-23,3
Mar	23.012,2	632,9	200,2	9.032,9	742,5	2.822,5	1.508,5	4.831,5	3.254,4	-13,1
Abr	23.182,6	641,3	197,8	9.124,8	752,2	2.826,5	1.504,7	5.008,9	3.152,2	-25,9
May ^(p)	23.386,0	645,7	173,9	9.198,6	777,3	2.854,8	1.491,7	5.055,3	3.221,6	-32,7
Operaciones										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.593,4	45,8	-13,3	835,0	54,7	270,2	162,0	776,0	468,3	-5,3
2007 IV	564,4	28,1	-49,8	311,2	-12,7	22,8	80,9	98,9	78,5	6,5
2008 I	779,2	-6,7	46,8	118,5	53,4	-5,9	31,7	337,2	149,9	54,2
2008 Ene	408,8	-16,4	15,3	16,3	43,8	2,2	11,9	257,5	63,2	14,9
Feb	192,5	5,6	20,3	25,0	11,9	-22,6	2,3	99,3	36,4	14,3
Mar	177,9	4,1	11,2	77,1	-2,3	14,5	17,5	-19,6	50,2	25,0
Abr	160,8	8,5	-2,4	88,7	10,3	2,3	4,8	156,4	-93,0	-14,9
May ^(p)	200,0	4,3	-24,0	71,5	25,2	27,8	-9,6	43,1	66,6	-4,9

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

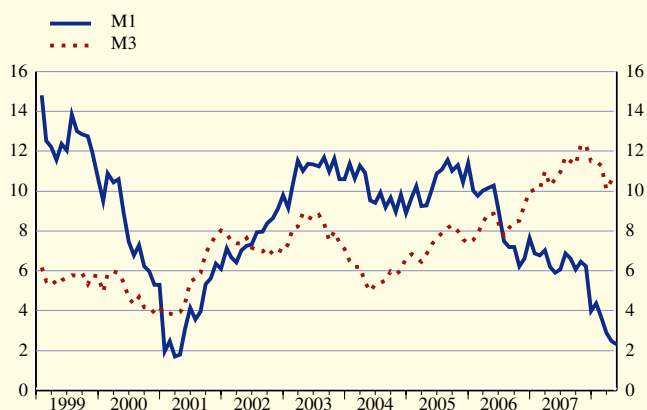
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
			M2	M3-M2						Préstamos	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005	3.423,3	2.653,2	6.076,5	998,1	7.074,6	-	5.000,6	2.473,0	9.564,3	8.289,3	424,3
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,7	7.740,8	-	5.434,1	2.321,3	10.645,1	9.171,5	634,3
2007 III	3.819,3	3.314,8	7.134,1	1.264,2	8.398,3	-	5.795,8	2.258,5	11.606,3	9.948,6	662,7
IV	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,7	8.650,1	-	5.977,7	2.417,2	12.028,9	10.176,5	629,5
2008 Ene	3.857,3	3.575,8	7.433,1	1.349,2	8.782,4	-	6.037,3	2.430,9	12.173,3	10.304,4	620,2
Feb	3.853,5	3.630,6	7.484,1	1.339,8	8.823,9	-	6.014,5	2.423,7	12.246,0	10.372,6	599,2
Mar	3.855,1	3.666,9	7.522,0	1.337,2	8.859,2	-	5.972,4	2.421,5	12.328,5	10.451,8	541,7
Abr	3.842,0	3.767,6	7.609,6	1.339,6	8.949,2	-	6.002,6	2.434,9	12.419,5	10.514,6	479,0
May ^(p)	3.858,5	3.792,2	7.650,7	1.370,8	9.021,5	-	6.007,4	2.436,5	12.512,6	10.586,5	422,3
	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	-	427,7	-114,7	1.106,5	898,6	200,6
2007	147,4	523,4	670,8	220,3	891,1	-	488,5	-60,1	1.370,0	1.031,6	15,5
2007 IV	18,2	160,6	178,8	54,7	233,5	-	136,5	6,4	397,6	241,8	-19,5
2008 I	14,3	137,9	152,2	9,4	161,5	-	32,4	-7,0	275,3	243,1	-37,9
2008 Ene	9,7	40,9	50,6	16,5	67,1	-	43,7	-6,5	92,9	78,3	-3,5
Feb	-0,1	56,6	56,5	-9,9	46,6	-	-9,7	-6,9	80,6	73,7	-14,7
Mar	4,7	40,3	45,1	2,8	47,8	-	-1,5	6,5	101,7	91,0	-19,6
Abr	-13,9	99,9	86,1	2,9	89,0	-	35,5	16,8	92,9	66,8	-55,2
May ^(p)	14,5	24,5	39,0	30,6	69,5	-	8,4	5,7	93,7	73,9	-59,9
	Tasas de crecimiento										
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4
2006 Dic	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 Sep	6,1	15,4	10,2	18,1	11,3	11,7	9,0	-4,4	11,6	11,0	198,4
Dic	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	8,9	-2,6	12,8	11,2	15,5
2008 Ene	4,4	17,8	10,4	18,2	11,5	11,4	9,0	-2,6	12,8	11,1	18,5
Feb	3,7	19,2	10,6	15,0	11,3	10,9	7,9	-2,8	12,7	11,0	-33,4
Mar	2,9	18,2	9,8	11,8	10,1	10,6	6,5	-1,9	12,3	10,8	-147,9
Abr	2,5	19,8	10,4	11,6	10,5	10,4	6,4	-0,3	12,0	10,6	-173,6
May ^(p)	2,3	19,4	10,1	12,6	10,5	.	6,4	-1,8	11,9	10,4	-228,6

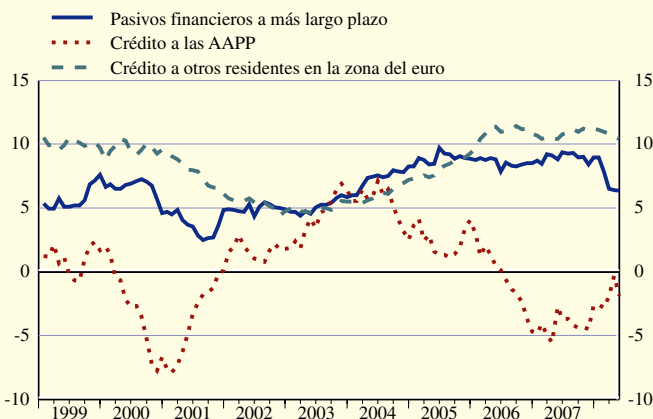
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

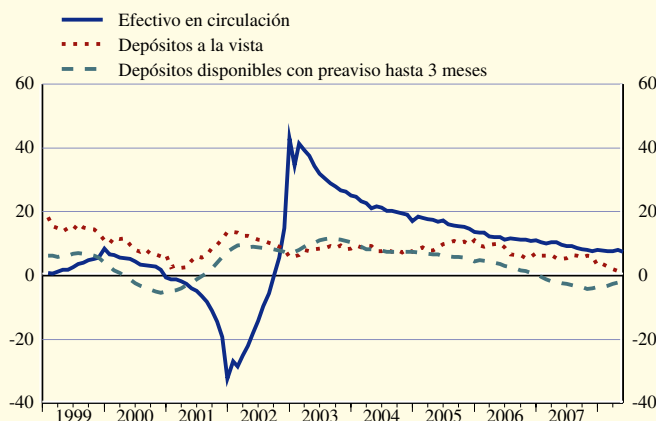
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,1	2.902,2	1.109,6	1.543,7	236,0	635,9	126,2	2.205,0	86,8	1.511,3	1.197,5
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	637,0	198,6	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007 III	611,6	3.207,7	1.807,8	1.507,0	295,3	687,2	281,7	2.526,5	112,9	1.766,9	1.389,4
IV	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,8	316,5	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,6
2008 Ene	629,5	3.227,8	2.038,8	1.537,0	306,4	745,2	297,7	2.578,9	122,9	1.819,0	1.516,6
Feb	634,2	3.219,3	2.093,9	1.536,6	313,4	754,8	271,7	2.561,2	121,3	1.816,0	1.516,1
Mar	638,0	3.217,1	2.125,3	1.541,6	307,7	746,9	282,5	2.540,6	119,4	1.813,2	1.499,1
Abr	644,8	3.197,2	2.224,5	1.543,1	323,4	743,9	272,2	2.554,8	118,7	1.817,9	1.511,2
May ^(p)	643,7	3.214,8	2.255,6	1.536,6	315,6	760,5	294,7	2.554,4	117,6	1.831,2	1.504,2
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	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,8	118,2	152,3	9,9	164,5	161,8
2007 IV	14,2	4,0	171,6	-11,1	12,2	8,8	33,8	3,2	-0,1	51,1	82,3
2008 I	11,2	3,1	137,2	0,7	0,6	31,3	-22,5	6,5	-1,5	1,3	26,1
2008 Ene	2,7	7,0	45,0	-4,1	-0,9	25,0	-7,6	22,0	1,9	3,2	16,6
Feb	4,7	-4,8	56,9	-0,3	7,0	8,8	-25,7	-9,3	-1,5	-1,6	2,7
Mar	3,8	0,9	35,3	5,1	-5,5	-2,5	10,8	-6,1	-1,8	-0,3	6,7
Abr	6,8	-20,6	98,4	1,5	15,7	-2,4	-10,4	12,5	-0,7	3,0	20,7
May ^(p)	-1,0	15,5	31,0	-6,5	-7,9	16,7	21,8	-0,1	-1,1	13,2	-3,6
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 Dic	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Sep	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,2	10,1	15,1	9,0	6,4
Dic	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,5	6,3	9,6	9,9	12,4
2008 Ene	7,8	3,7	40,9	-3,7	17,6	11,0	39,9	6,4	9,2	9,5	12,9
Feb	7,7	2,9	43,0	-3,1	18,4	10,9	22,0	4,8	6,3	8,9	12,5
Mar	7,7	2,0	39,2	-2,5	11,2	8,2	22,2	3,8	3,5	7,1	11,1
Abr	8,0	1,4	41,6	-2,2	17,8	6,8	17,4	3,5	1,9	6,5	12,0
May ^(p)	7,5	1,3	40,4	-2,4	16,8	7,7	20,9	2,9	0,6	6,3	13,3

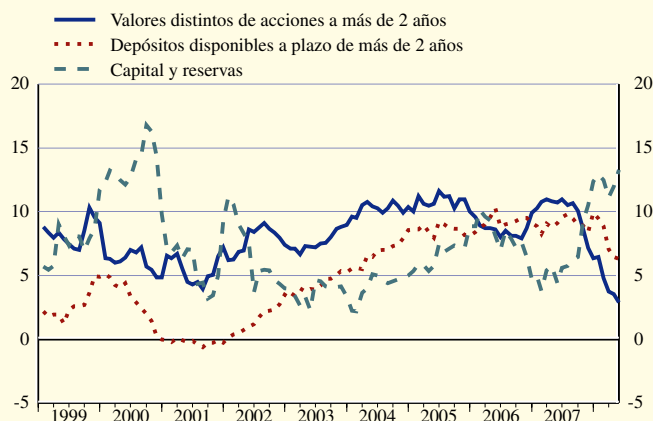
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(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)

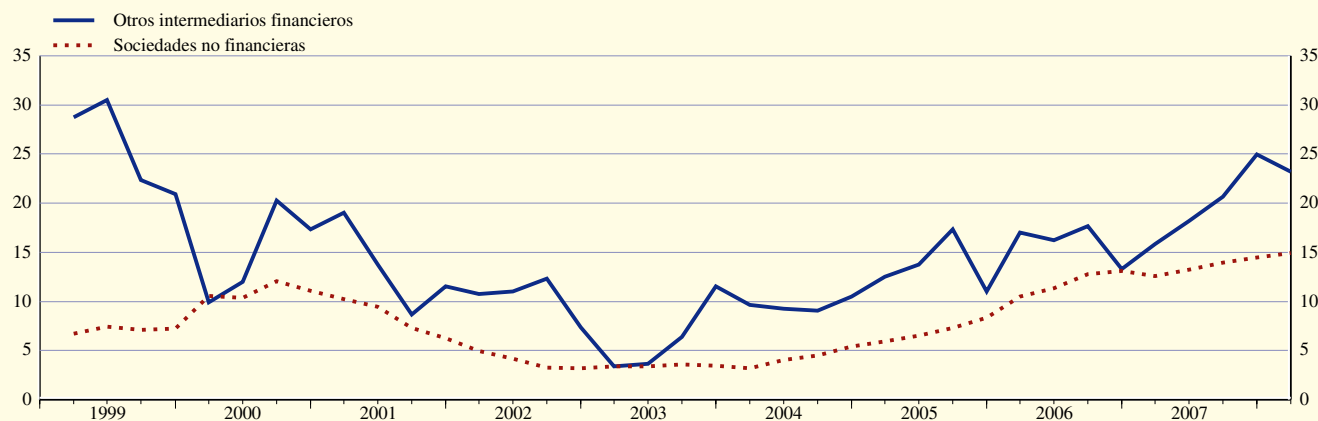
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Hasta 1 año		Hasta 1 año					
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 III	112,0	87,8	854,7	535,3	4.230,5	1.248,2	814,0	2.168,4
IV	96,4	70,6	866,4	526,2	4.389,0	1.276,8	858,9	2.253,3
2008 Ene	101,7	75,7	901,9	559,4	4.460,8	1.294,7	878,9	2.287,2
Feb	102,7	76,7	902,2	559,7	4.497,9	1.307,2	887,9	2.302,9
Mar	104,2	78,7	937,1	589,8	4.546,3	1.328,0	895,4	2.323,0
Abr	102,4	76,0	959,8	610,8	4.591,0	1.338,1	901,9	2.351,0
May ^(p)	105,6	79,7	980,0	625,2	4.619,5	1.339,0	908,4	2.372,1
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	175,2	113,4	556,3	145,0	155,7	255,6
2007 IV	-15,5	-17,1	16,8	-5,8	161,0	30,2	47,7	83,1
2008 I	8,0	8,3	73,5	65,2	137,8	47,1	33,2	57,5
2008 Ene	5,3	5,2	32,5	30,6	44,1	10,9	14,2	19,0
Feb	1,1	1,0	2,0	1,7	39,6	13,5	10,1	15,9
Mar	1,6	2,1	39,0	32,9	54,1	22,7	8,8	22,6
Abr	-1,9	-2,7	20,3	18,7	49,1	11,7	9,1	28,3
May ^(p)	3,3	3,6	20,0	14,3	29,3	1,2	6,8	21,2
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 Sep	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
Dic	16,9	28,5	25,0	26,9	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 Ene	2,2	5,4	26,6	28,5	14,4	12,2	22,7	12,8
Feb	6,4	9,9	23,1	23,1	14,8	13,0	22,8	12,9
Mar	6,3	10,3	23,2	23,1	14,9	13,8	21,9	13,1
Abr	-2,7	-3,9	22,2	23,1	14,9	13,0	21,4	13,6
May ^(p)	-2,6	-2,8	25,7	28,5	14,2	12,4	19,6	13,3

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

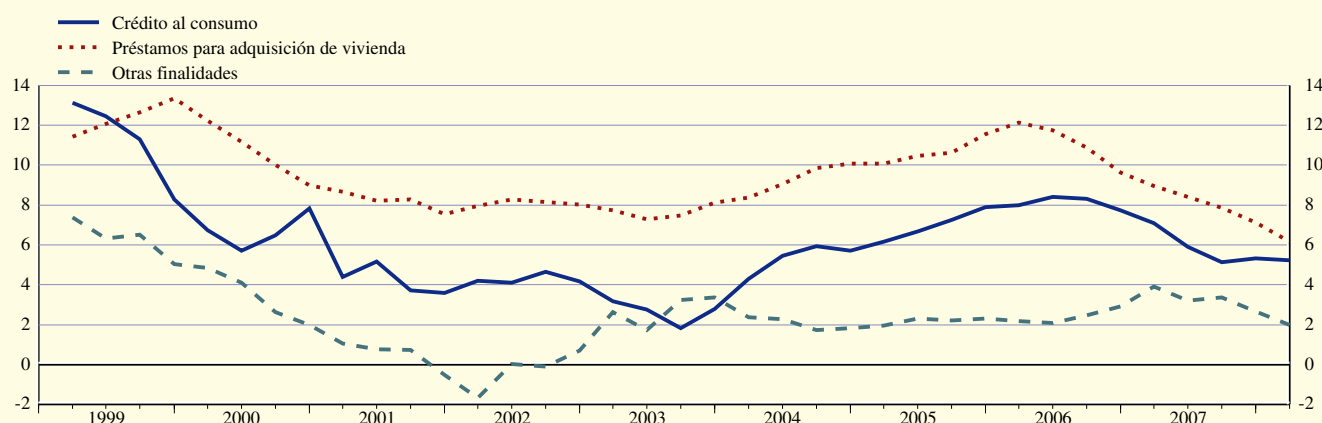
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 III	4.750,8	607,3	134,1	203,1	270,1	3.390,9	16,1	73,4	3.301,4	752,7	146,6	104,2	501,9
IV	4.808,1	617,9	137,6	203,7	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 Ene	4.835,4	619,4	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,5	758,9	146,7	104,8	507,3
Feb	4.851,7	619,0	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,2	761,2	145,4	105,7	510,1
Mar	4.860,2	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	4.870,4	627,1	136,5	204,6	285,9	3.484,9	16,1	73,4	3.395,5	758,4	145,6	102,8	510,0
May ^(p)	4.882,6	627,0	136,6	203,5	286,9	3.497,0	15,8	73,4	3.407,8	758,7	144,5	102,3	511,9
	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	280,6	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	20,7	1,7	4,4	14,6
2007 IV	63,4	10,8	4,2	0,6	6,0	48,1	0,0	0,6	47,5	4,6	1,5	1,0	2,0
2008 I	36,4	1,6	-1,1	-1,9	4,7	31,3	0,0	-0,3	31,6	3,5	-1,3	0,9	3,9
2008 Ene	8,6	-1,6	-1,4	-0,9	0,8	11,1	-0,1	-0,2	11,5	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
Feb	17,5	-0,5	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,0	3,3	-1,2	1,0	3,5
Mar	10,3	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	12,4	4,4	-0,3	1,7	3,0	9,3	0,0	-0,2	9,5	-1,3	-1,3	-2,1	2,1
May ^(p)	13,6	-0,3	0,2	-1,1	0,6	12,6	-0,2	0,0	12,9	1,2	-1,1	-0,2	2,5
	Tasas de crecimiento												
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Sep	6,7	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,8	7,1	4,4	7,9	3,4	1,0	5,3	3,7
Dic	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,3	3,0
2008 Ene	6,0	5,3	2,1	0,6	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,7	0,7	5,1	2,9
Feb	5,9	5,4	3,0	0,2	10,9	6,6	4,5	1,9	6,7	2,8	-0,4	6,0	3,1
Mar	5,4	5,2	4,3	-0,1	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	2,1	-0,2	4,5	2,3
Abr	5,2	5,2	3,1	0,8	9,8	5,9	4,7	2,2	6,0	2,1	-0,2	2,1	2,7
May ^(p)	4,9	4,8	3,3	-0,4	9,6	5,5	2,1	1,8	5,6	2,0	-0,3	1,6	2,8

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

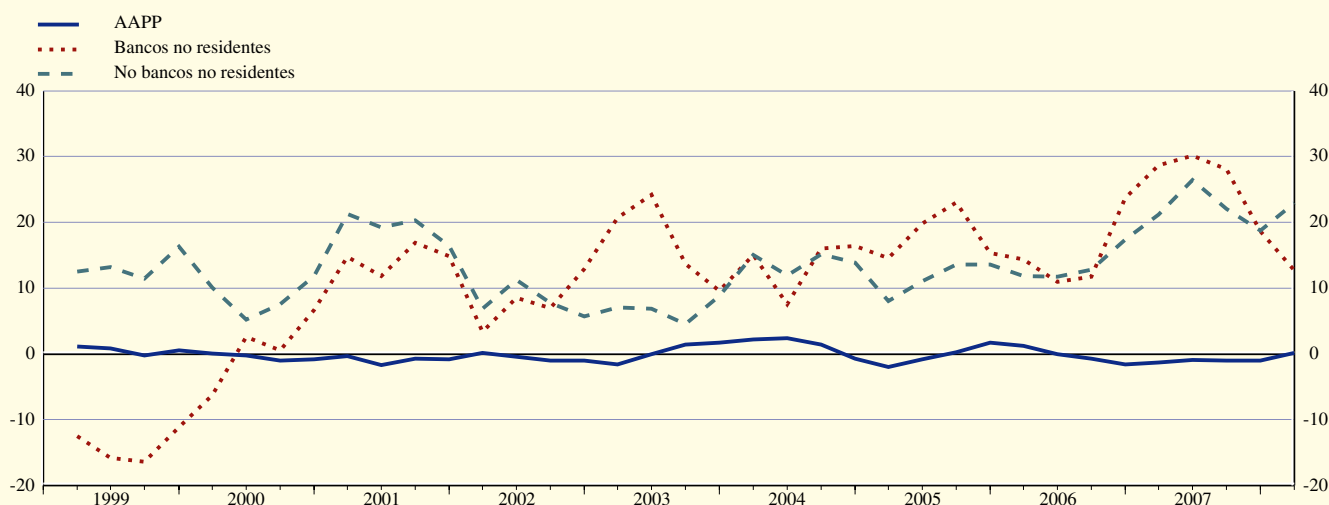
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 II	798,3	95,7	218,8	446,2	37,6	3.286,0	2.334,1	952,0	61,4	890,5
III	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3.302,8	2.354,1	948,7	61,3	887,4
IV	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,9	957,2	59,8	897,4
2008 I ^(p)	958,2	211,2	212,8	504,2	30,1	3.412,4	2.395,6	1.016,8	61,3	955,5
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	159,7	0,3	159,5
2007 II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,0	79,4	55,7	1,8	53,9
III	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,7	19,8	1,2	18,6
IV	8,0	7,0	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,3	33,5	-0,1	33,6
2008 I ^(p)	0,9	-2,7	-4,9	7,9	0,7	214,5	122,7	91,6	2,7	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 Jun	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,4	-5,2	29,4
Sep	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,1	22,1	-2,0	24,2
Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,2
2008 Mar ^(p)	0,1	1,2	-5,2	3,1	-3,5	15,6	12,7	22,9	9,6	23,9

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

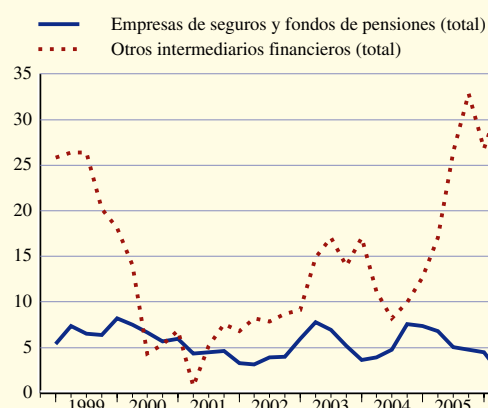
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 III	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.392,9	331,2	305,9	580,9	13,0	0,8	161,1
IV	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 Ene	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.502,1	332,3	339,7	652,4	12,9	0,3	164,5
Feb	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.499,6	315,2	362,4	643,7	11,9	0,3	166,1
Mar	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.527,6	335,6	361,7	648,2	13,2	0,2	168,5
Abr	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1.561,8	314,8	395,5	656,3	14,1	0,2	180,8
May ^(p)	718,7	69,6	88,9	535,6	1,3	1,6	21,7	1.580,7	322,8	389,9	673,6	12,7	0,2	181,5
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	61,6	25,5	15,2	-1,3	1,0	-0,1	21,4
2008 Ene	24,0	12,2	6,0	1,4	0,1	0,0	4,4	26,6	18,1	-8,9	-0,2	0,5	-0,1	17,2
Feb	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	2,0	-14,5	23,5	-7,7	-0,9	0,0	1,6
Mar	16,5	9,2	8,2	1,9	0,0	0,0	-2,8	33,0	21,9	0,6	6,6	1,4	0,0	2,6
Abr	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,2	33,5	6,4	0,8	0,0	12,2
May ^(p)	-3,8	-5,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	16,8	6,0	-5,7	17,1	-1,4	0,0	0,7
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Sep	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,7	20,5	31,1	38,5	29,0	-	12,1
Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 Ene	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,4	8,9	39,0	37,6	24,1	-	21,8
Feb	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	28,5	6,5	48,2	34,5	16,7	-	21,2
Mar	10,0	12,7	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	22,0	7,1	36,7	26,4	17,6	-	12,9
Abr	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	23,0	3,4	44,4	23,9	24,2	-	20,4
May ^(p)	9,3	6,4	45,6	6,0	-18,3	-	-5,3	21,9	3,0	43,5	22,5	11,9	-	21,0

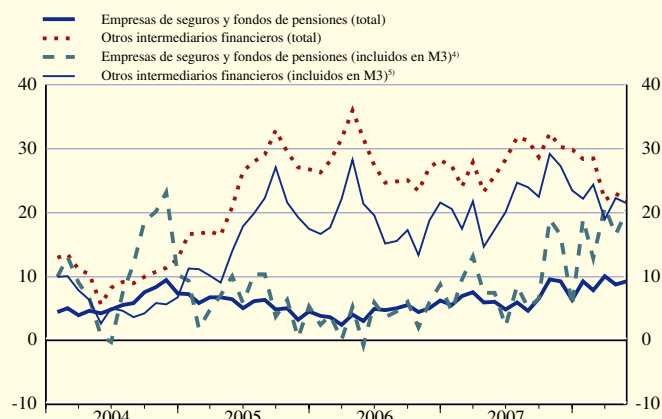
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

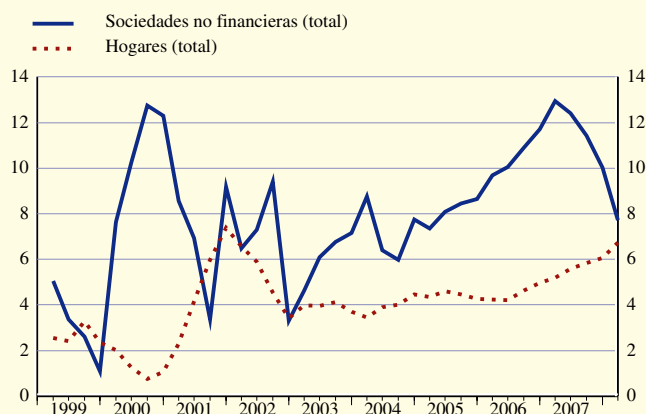
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 III	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,4	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
IV	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 Ene	1.426,4	840,9	472,3	60,0	29,4	1,6	22,3	5.045,0	1.763,1	1.057,4	558,5	1.462,4	112,0	91,6
Feb	1.441,0	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	1.458,9	837,5	510,1	60,2	27,8	1,4	21,7	5.119,2	1.771,3	1.133,7	544,0	1.464,9	107,8	97,5
May ^(p)	1.478,2	853,9	513,1	60,9	27,5	1,5	21,3	5.147,8	1.777,6	1.159,2	539,9	1.463,0	106,4	101,7
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	-35,8	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	-54,7	-43,6	-8,2	0,0	-1,3	0,0	-1,5	26,3	-21,2	45,9	-4,4	1,4	0,0	4,6
Feb	16,6	-6,9	22,9	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,1	-15,2	26,6	-5,1	-0,7	-0,9	4,3
Mar	10,5	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	10,1	-9,3	21,1	0,6	-1,0	-0,1	-1,2	42,5	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	2,0
May ^(p)	19,3	16,4	2,9	0,7	-0,3	0,0	-0,4	28,6	6,3	25,4	-4,1	-1,9	-1,4	4,2
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Sep	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,8	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
Dic	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Ene	9,6	4,3	31,5	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
Feb	10,7	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	8,6	0,5	34,7	-10,2	-28,5	-5,9	-11,1	7,0	1,1	45,9	-7,3	-1,8	1,2	28,4
May ^(p)	8,1	1,4	31,1	-8,7	-29,3	-4,7	-20,8	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,2

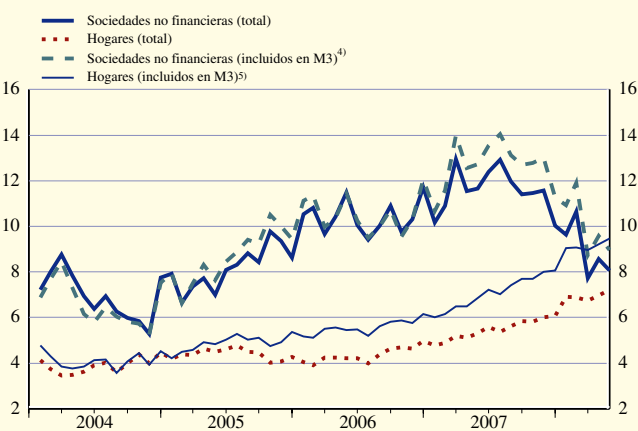
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

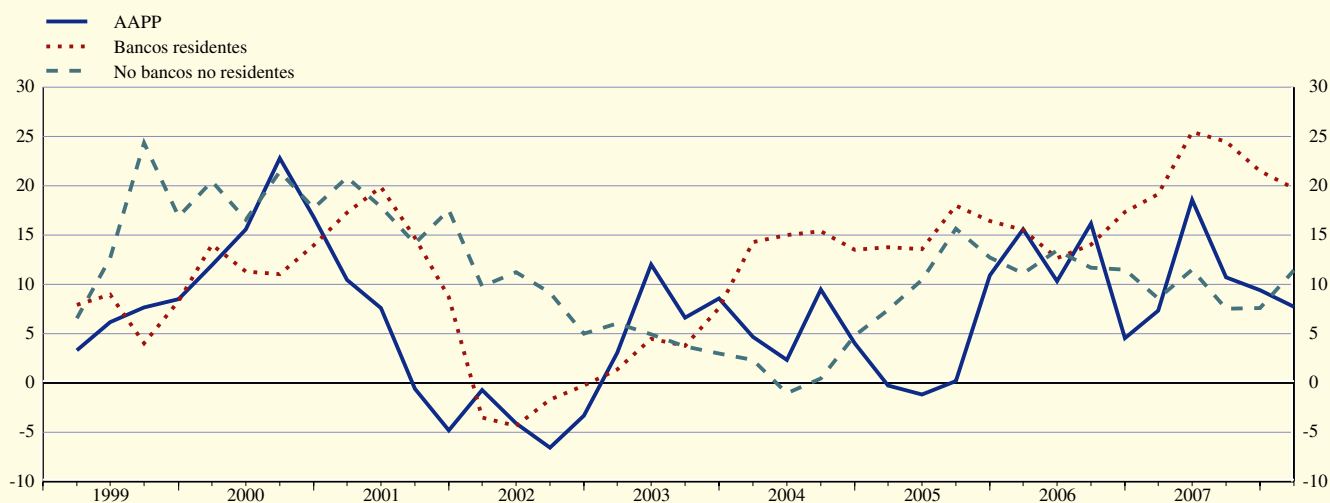
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,4	2.898,6	922,8	137,5	785,3
III	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,0	2.963,4	913,6	145,9	767,7
IV	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3.853,4	2.960,4	893,0	143,4	749,6
2008 I ^(p)	376,2	139,8	49,7	106,7	80,0	4.036,9	3.097,5	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	13,6	8,9	11,5	611,8	545,8	66,0	20,2	45,8
2007 II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,6	136,0	41,6	5,7	35,9
III	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	120,7	9,4	10,8	-1,4
IV	-12,0	-21,9	-1,0	2,8	8,1	47,4	51,8	-4,4	-0,5	-3,8
2008 I ^(p)	3,1	12,7	-9,2	-0,2	-0,2	279,1	227,0	52,1	-6,3	58,4
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 Jun	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
Sep	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
Dic	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,5	7,6	15,8	6,2
2008 Mar ^(p)	7,7	-3,6	18,2	12,4	17,8	17,7	19,7	11,4	7,2	12,2

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

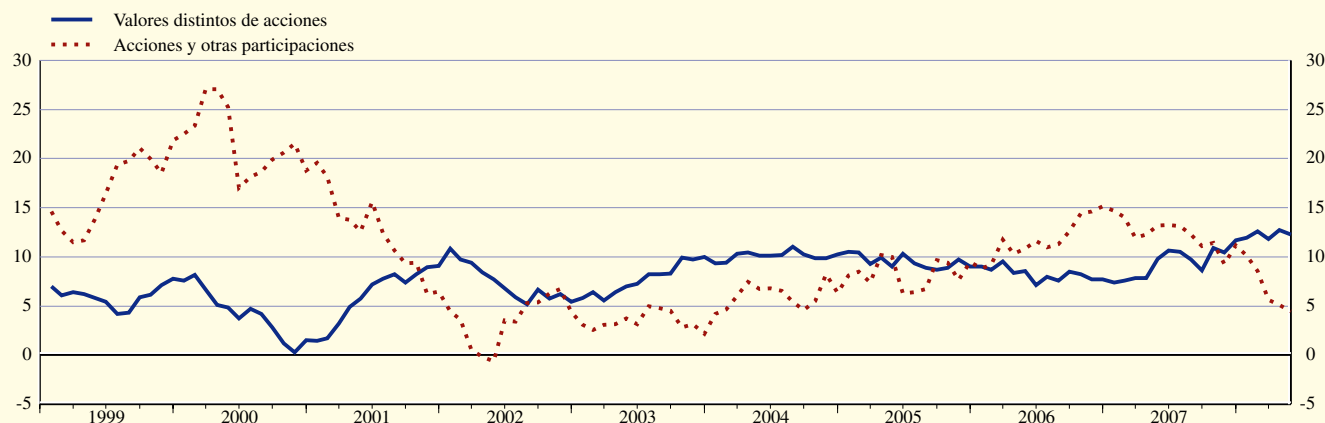
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007 III	4.972,9	1.645,5	82,1	1.199,7	14,7	770,6	35,7	1.224,6	1.572,6	412,8	813,3	346,5
	5.113,6	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,3	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,8	343,3
2008 Ene	5.251,2	1.698,1	93,7	1.202,2	17,6	925,3	36,8	1.277,5	1.646,7	433,6	881,7	331,3
	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	5.381,1	1.746,5	91,9	1.208,5	16,0	984,2	48,1	1.285,9	1.669,5	456,5	909,4	303,7
May ^(p)	5.484,5	1.795,6	97,4	1.214,6	14,7	1.005,7	49,3	1.307,2	1.684,8	476,7	909,7	298,4
	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	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,7	163,6	51,8	59,7	52,0
2007 IV	188,5	48,7	4,9	-20,3	2,5	111,9	-1,2	41,9	68,0	13,4	52,3	2,3
2008 I	217,7	58,0	6,8	20,1	-0,6	43,4	13,4	76,7	-17,6	25,0	-7,3	-35,3
2008 Ene	103,7	29,1	7,2	14,1	0,8	5,7	3,3	43,5	16,1	6,9	10,3	-1,0
	80,0	29,8	2,8	-1,6	-1,6	24,8	-2,0	27,9	-14,4	9,0	-20,0	-3,4
Mar	34,0	-0,9	-3,2	7,6	0,3	12,9	12,0	5,3	-19,4	9,1	2,5	-31,0
Abr	74,5	19,0	2,6	10,1	0,6	23,9	3,7	14,6	61,3	4,5	47,6	9,1
May ^(p)	103,7	49,5	5,4	8,7	-1,3	19,9	1,1	20,4	16,8	21,5	0,9	-5,6
	Tasas de crecimiento											
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 Sep	8,6	6,3	27,1	-10,0	-5,7	31,7	49,2	21,0	11,1	20,7	2,3	24,4
	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,1	13,9	7,5	17,7
2008 Ene	11,9	8,9	32,7	-6,9	20,0	44,0	32,2	17,8	10,1	13,9	7,6	12,0
	12,6	10,2	28,4	-6,8	8,7	45,2	16,0	18,2	8,6	13,4	6,7	7,4
Mar	11,8	8,7	26,5	-5,5	12,2	41,1	48,3	16,4	5,6	14,8	4,4	-3,0
Abr	12,7	9,0	28,5	-2,8	16,1	40,2	56,8	15,9	5,1	13,3	3,4	-0,9
May ^(p)	12,3	11,0	34,4	-4,7	4,4	38,3	60,6	14,0	4,5	12,3	4,5	-6,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 II	5.573,0	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,3	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
III	5.700,7	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
IV	6.092,2	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	9.151,9	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 II	2.898,6	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
III	2.963,4	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
IV	2.960,4	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)	3.097,5	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 II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
III	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
IV	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 I ^(p)	4.988,8	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 II	5.264,9	-	-	-	-	-	-	10.509,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6
III	5.433,3	-	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5
IV	5.789,0	-	-	-	-	-	-	11.116,0	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 I ^(p)	5.825,2	-	-	-	-	-	-	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 II	2.334,1	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III	2.354,1	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
IV	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,2	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 I ^(p)	2.395,6	48,1	51,9	28,7	2,6	2,6	12,1	1.016,8	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 II	1.716,7	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.044,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.020,7	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV	1.737,0	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.143,9	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 I ^(p)	1.815,9	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 II	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	666,8	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III	573,8	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,7	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
IV	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 I ^(p)	633,5	51,2	48,8	29,8	0,8	0,5	14,4	630,9	37,7	62,3	37,5	5,0	0,8	11,7

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 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

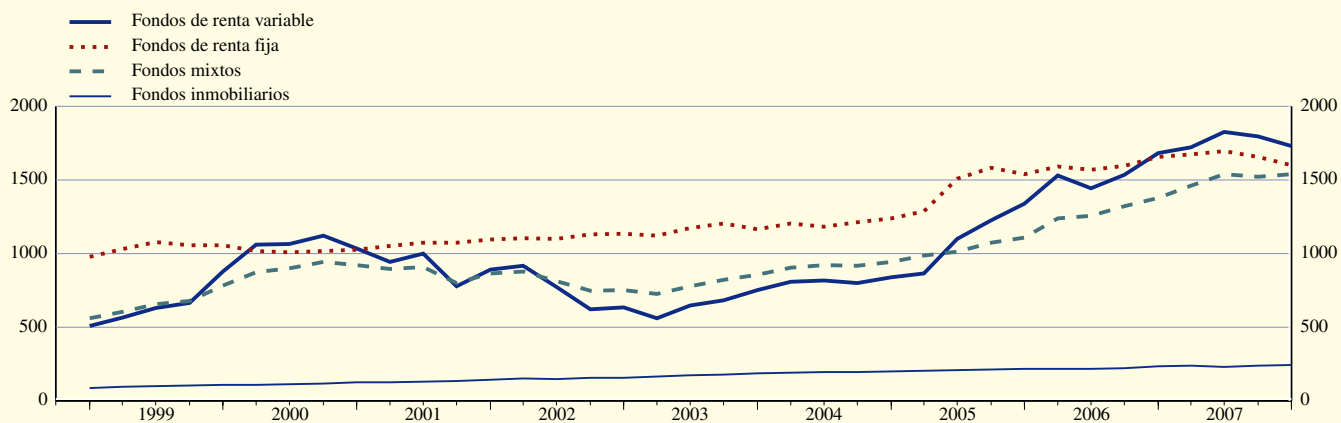
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2006 III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.713,3	82,2	5.349,3	281,8
II	5.989,1	85,9	5.586,6	316,6
III	5.892,3	80,1	5.495,5	316,7
IV ^(p)	5.779,8	78,2	5.409,4	292,2

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
	1	2	3	4	5	6	7
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
Balanza comercial 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	
Excedente neto de explotación y renta mixta 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
Renta nacional neta 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
Renta disponible neta 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			1	99,6	
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
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior 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
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital) 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			2	95,6	-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
de los cuales, a largo plazo		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
de los cuales, a largo plazo		-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
de los cuales, a largo plazo		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
de los cuales, a largo plazo		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	Adminis- traciones 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	184,3	1.081,9	2.682,3
de los cuales, a largo plazo		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	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
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-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	-18,1	-2,8	122,8
de los cuales, a largo plazo		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
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	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	-0,3	98,0	-36,4
de los cuales, a largo plazo		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
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-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	165,9	1.177,1	2.768,8
de los cuales, a largo plazo		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	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
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-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	0,5	9,3	12,3	28,0	26,9	27,5	27,7	35,0
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 neto ¹⁾	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>	<i>211,6</i>	<i>280,8</i>	<i>358,3</i>	<i>346,5</i>	<i>337,2</i>	<i>316,8</i>	<i>302,3</i>	<i>279,4</i>
Otras variaciones de los activos financieros (+)	274,6	252,9	483,8	474,6	371,4	576,5	203,0	-112,4
Acciones y otras participaciones	28,8	56,3	129,5	51,3	35,6	65,2	32,1	16,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	-44,5	0,2	-87,5	-81,2	-63,9	-101,3	-54,9	-41,5
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	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>	<i>3.521,2</i>	<i>3.812,5</i>	<i>4.195,9</i>	<i>4.543,0</i>	<i>4.611,3</i>	<i>4.692,7</i>	<i>4.752,9</i>	<i>4.808,7</i>
= 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

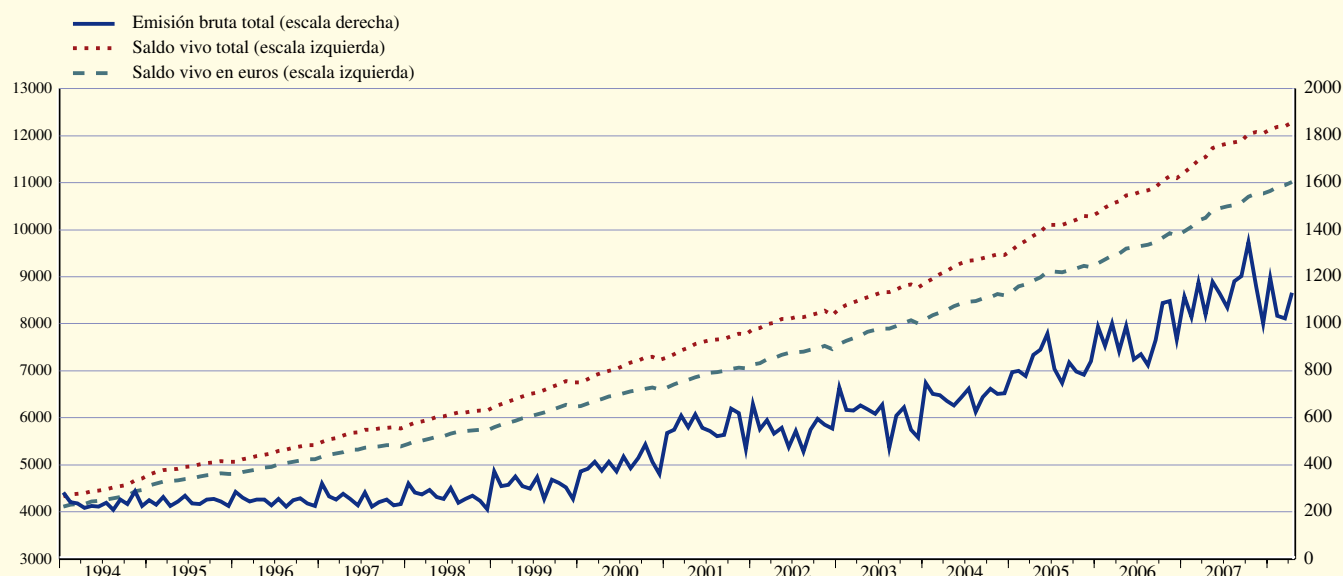
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
											Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2007 Abr	12.196,1	1.041,1	23,4	10.257,3	983,1	55,6	11.541,6	1.039,6	72,4	8,6	63,5	9,1
May	12.407,1	1.216,5	211,4	10.416,6	1.115,3	159,6	11.728,9	1.178,8	181,3	9,0	135,4	9,7
Jun	12.537,0	1.219,8	129,8	10.461,5	1.069,0	44,8	11.790,7	1.129,0	59,1	9,2	53,2	9,7
Jul	12.540,9	1.076,5	2,9	10.490,4	1.004,7	28,0	11.834,4	1.068,6	45,9	9,2	61,6	9,4
Ago	12.570,2	1.184,0	29,5	10.517,6	1.131,8	27,4	11.856,0	1.181,7	27,4	9,2	84,4	9,1
Sep	12.661,9	1.243,2	90,1	10.574,3	1.153,7	55,1	11.885,0	1.201,5	45,4	9,0	56,9	8,1
Oct	12.771,2	1.349,6	108,0	10.704,4	1.278,1	129,1	12.030,6	1.347,1	146,3	9,1	130,3	9,3
Nov	12.859,4	1.175,3	86,3	10.774,7	1.107,0	68,3	12.074,5	1.158,9	63,0	8,6	46,8	7,6
Dic	12.885,2	1.038,7	28,8	10.771,6	957,2	-0,2	12.055,5	1.000,1	-17,5	9,1	107,2	8,5
2008 Ene	12.919,2	1.199,3	38,0	10.826,2	1.129,9	58,7	12.124,0	1.195,4	68,2	8,5	20,0	7,7
Feb	13.001,6	1.024,7	82,6	10.898,8	966,2	72,7	12.184,9	1.034,1	75,8	8,0	42,6	6,9
Mar	13.107,1	1.070,3	106,1	10.945,6	966,3	47,3	12.202,6	1.021,6	44,9	7,1	6,9	6,0
Abr	.	.	.	11.012,5	1.067,0	67,0	12.282,2	1.131,6	78,8	7,1	67,4	4,9
	A largo plazo											
2007 Abr	11.085,6	182,6	41,8	9.274,2	156,1	31,7	10.379,5	177,9	45,2	8,6	53,3	9,0
May	11.269,7	266,3	185,3	9.407,6	199,3	134,6	10.534,2	225,6	149,6	9,0	105,8	9,1
Jun	11.369,5	258,9	98,4	9.472,6	190,9	63,7	10.615,3	217,8	77,4	8,9	47,2	8,8
Jul	11.395,9	198,9	26,0	9.484,0	162,8	11,1	10.638,6	188,8	25,2	8,8	46,4	8,3
Ago	11.391,1	103,0	-5,3	9.478,2	87,2	-6,3	10.637,7	104,4	-1,3	8,5	51,5	7,6
Sep	11.415,8	157,4	23,4	9.495,0	132,1	15,5	10.628,0	146,5	14,3	8,0	9,7	6,2
Oct	11.492,5	236,1	77,7	9.558,6	199,9	64,9	10.689,8	224,1	71,7	7,8	80,3	6,7
Nov	11.572,3	174,1	78,2	9.618,1	140,5	57,7	10.731,0	155,2	54,5	7,1	34,9	5,2
Dic	11.628,6	197,0	56,9	9.665,5	163,1	48,0	10.765,3	174,2	36,7	7,4	81,1	5,9
2008 Ene	11.627,9	194,3	2,5	9.658,6	166,1	-3,5	10.762,7	189,7	1,5	6,7	11,8	5,2
Feb	11.674,9	181,6	47,0	9.707,9	162,3	49,2	10.804,9	186,4	51,3	6,1	27,6	4,7
Mar	11.710,3	178,4	36,2	9.733,0	144,0	25,8	10.803,6	158,9	22,4	5,3	-1,7	4,5
Abr	.	.	.	9.797,4	207,0	64,5	10.877,8	224,5	69,6	5,5	80,1	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	11.359	8.396	422	1.114	1.342	85
2007	12.056	5.054	1.473	684	4.530	315	13.622	10.088	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	3.452	2.605	89	394	346	19
IV	12.056	5.054	1.473	684	4.530	315	3.506	2.663	194	326	302	21
2008 I	12.203	5.095	1.491	689	4.615	313	3.251	2.358	71	317	478	27
2008 Ene	12.124	5.104	1.464	695	4.546	315	1.195	887	7	108	181	12
Feb	12.185	5.108	1.480	694	4.589	314	1.034	744	32	102	148	8
Mar	12.203	5.095	1.491	689	4.615	313	1.022	727	31	107	149	7
Abr	12.282	5.126	1.518	692	4.635	313	1.132	781	43	121	181	6
A corto plazo												
2006	1.015	575	12	94	330	4	9.194	7.392	59	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
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
Abr	1.404	817	31	133	417	7	907	680	3	113	107	4
Total a largo plazo ¹⁾												
2006	10.075	3.998	1.148	541	4.087	301	2.166	1.004	363	90	654	54
2007	10.765	4.267	1.454	563	4.173	309	2.274	1.036	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	1.332	561	4.186	304	440	199	79	16	138	8
IV	10.765	4.267	1.454	563	4.173	309	553	236	174	23	110	11
2008 I	10.804	4.278	1.460	555	4.204	306	535	258	50	11	200	15
2008 Ene	10.763	4.279	1.446	564	4.166	308	190	95	5	3	80	7
Feb	10.805	4.289	1.450	562	4.197	306	186	95	17	4	66	5
Mar	10.804	4.278	1.460	555	4.204	306	159	69	28	4	54	4
Abr	10.878	4.309	1.487	559	4.218	306	225	102	40	8	74	2
Del cual: a tipo fijo												
2006	7.059	2.136	543	413	3.729	237	1.292	475	143	56	579	39
2007	7.325	2.274	589	426	3.787	250	1.281	532	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	7.325	2.274	589	426	3.787	250	275	128	23	16	99	8
2008 I	7.304	2.271	583	417	3.788	246	330	130	13	8	168	10
2008 Ene	7.304	2.279	586	426	3.766	247	122	48	2	2	66	4
Feb	7.323	2.282	584	424	3.789	245	120	52	5	2	58	3
Mar	7.304	2.271	583	417	3.788	246	87	30	6	3	44	3
Abr	7.348	2.290	587	420	3.805	245	142	58	10	7	67	1
Del cual: a tipo variable												
2006	2.596	1.512	594	114	312	64	719	408	215	31	49	15
2007	2.984	1.615	847	126	338	58	821	373	358	33	51	5
2007 II	2.835	1.608	702	125	341	60	228	112	76	16	23	1
III	2.855	1.610	725	126	336	57	139	72	52	7	8	1
IV	2.984	1.615	847	126	338	58	241	75	148	7	8	3
2008 I	3.027	1.627	856	127	357	60	157	96	33	3	20	5
2008 Ene	2.993	1.619	841	127	346	60	46	32	2	1	8	3
Feb	3.012	1.626	845	128	351	62	54	35	10	1	5	1
Mar	3.027	1.627	856	127	357	60	58	29	21	1	7	1
Abr	3.058	1.642	877	127	350	60	71	37	29	1	3	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

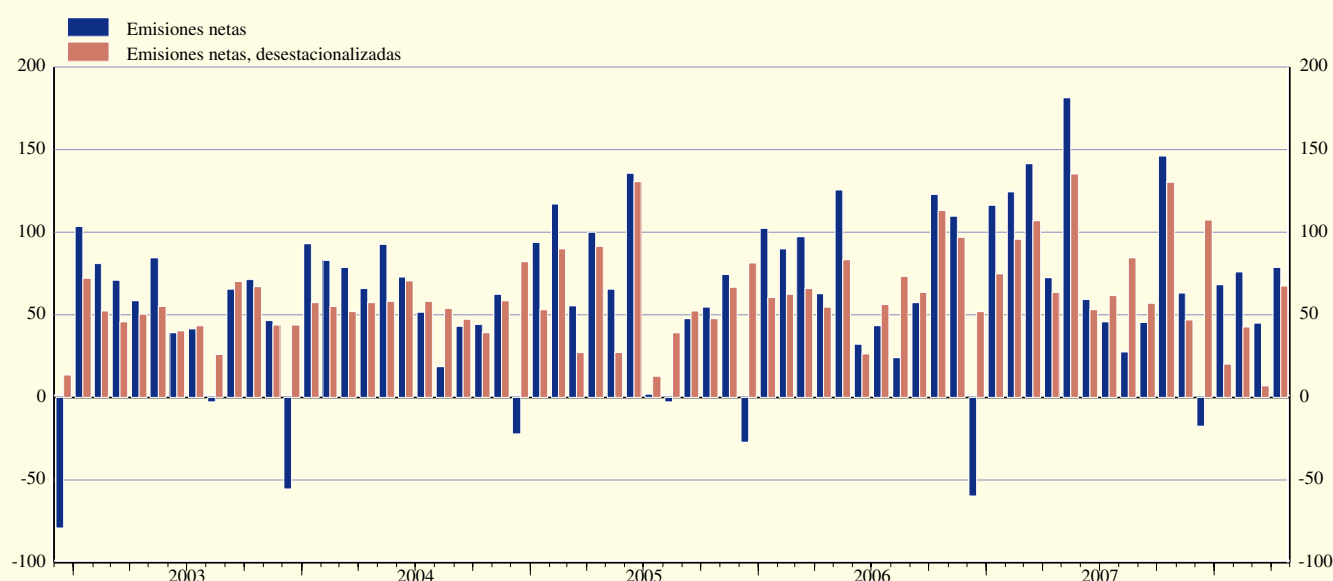
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	807,0	422,3	240,6	31,5	90,3	22,3	808,8	427,8	237,0	31,8	89,9	22,3
2007	1.005,6	485,1	333,5	55,4	120,7	10,9	1.016,7	495,4	328,8	58,1	123,5	10,9
2007 II	312,8	105,9	58,8	36,3	111,9	-0,1	252,1	114,2	45,5	28,2	65,1	-0,9
III	118,7	95,3	35,8	-3,3	-11,3	2,3	202,9	120,9	63,7	3,7	8,3	6,3
IV	191,8	95,8	144,8	9,4	-63,0	4,9	284,4	137,1	108,2	15,6	20,6	2,9
2008 I	188,8	68,9	25,4	7,7	88,9	-2,1	69,6	-9,1	46,2	2,6	33,2	-3,4
2008 Ene	68,2	48,8	-8,3	11,1	16,9	-0,4	20,0	16,3	15,5	9,6	-20,3	-1,1
Feb	75,8	14,1	18,7	0,0	44,0	-1,1	42,6	-12,4	18,5	-1,5	40,0	-1,9
Mar	44,9	6,0	14,9	-3,4	28,0	-0,6	6,9	-13,0	12,2	-5,5	13,6	-0,4
Abr	78,8	32,1	25,7	2,5	18,8	-0,4	67,4	17,7	35,3	-2,3	16,8	0,0
A largo plazo												
2006	755,6	347,4	235,2	28,1	121,6	23,3	755,7	349,3	231,7	27,9	123,4	23,3
2007	741,3	285,5	327,4	28,1	92,3	8,1	738,9	287,3	322,9	28,0	92,7	7,9
2007 II	272,2	101,2	59,1	22,3	90,2	-0,6	206,3	97,0	45,7	15,8	49,1	-1,3
III	38,2	14,2	37,5	0,0	-14,0	0,4	107,6	27,9	65,8	2,6	7,1	4,2
IV	162,9	28,6	135,6	4,8	-11,0	4,9	196,2	54,9	99,2	2,1	37,1	2,9
2008 I	75,3	34,4	12,9	-4,1	34,2	-2,1	37,7	-1,7	33,4	2,5	6,8	-3,3
2008 Ene	1,5	15,2	-7,5	1,3	-6,6	-0,8	11,8	18,2	15,6	6,0	-26,6	-1,3
Feb	51,3	14,9	5,8	-0,6	32,3	-1,2	27,6	-8,5	5,2	1,1	31,5	-1,8
Mar	22,4	4,2	14,6	-4,8	8,5	0,0	-1,7	-11,4	12,6	-4,6	1,9	-0,2
Abr	69,6	28,5	25,9	2,9	13,0	-0,7	80,1	28,6	36,0	2,8	12,9	-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.

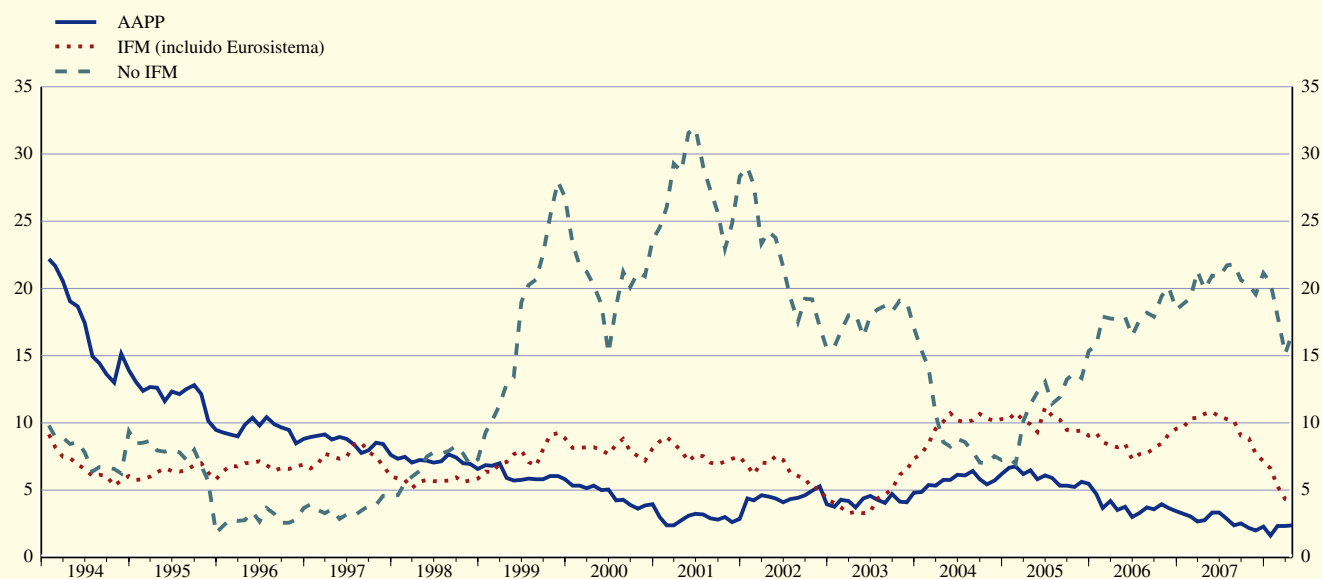
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(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 Abr	8,6	10,7	28,0	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	8,3	3,8	3,3	9,7	10,5	29,4	12,5	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	28,8	10,1	3,3	2,5	9,4	9,6	29,6	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	27,3	9,1	3,0	5,6	9,3	11,1	26,0	10,5	3,0	5,5
Nov	8,6	10,4	26,0	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	10,9	28,4	5,8	1,3	6,1
2008 Ene	8,5	10,0	27,5	10,5	2,2	3,0	7,7	10,3	25,4	6,1	0,6	5,3
Feb	8,0	8,7	24,8	9,8	3,0	2,8	6,9	7,5	22,9	7,6	2,1	2,3
Mar	7,1	7,7	21,3	7,8	2,8	1,6	6,0	5,2	24,2	5,4	2,4	-0,3
Abr	7,1	7,2	23,5	6,6	2,9	1,0	4,9	3,3	21,1	2,6	2,8	-3,2
A largo plazo												
2007 Abr	8,6	10,6	28,1	4,8	2,4	7,4	9,0	11,9	29,2	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	28,5	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	9,2	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	6,2	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	7,4	7,1	28,7	5,2	2,3	2,7	5,9	4,0	27,5	1,7	2,1	4,8
2008 Ene	6,7	6,6	27,2	5,9	1,6	2,2	5,2	4,0	24,2	3,4	1,0	3,7
Feb	6,1	5,3	23,4	5,7	2,4	1,9	4,7	2,6	19,6	3,5	2,6	0,9
Mar	5,3	4,3	19,9	4,2	2,4	0,9	4,5	2,5	20,8	1,6	2,1	-0,3
Abr	5,5	4,1	22,1	4,4	2,5	0,4	4,4	2,4	19,1	2,5	2,6	-2,9

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

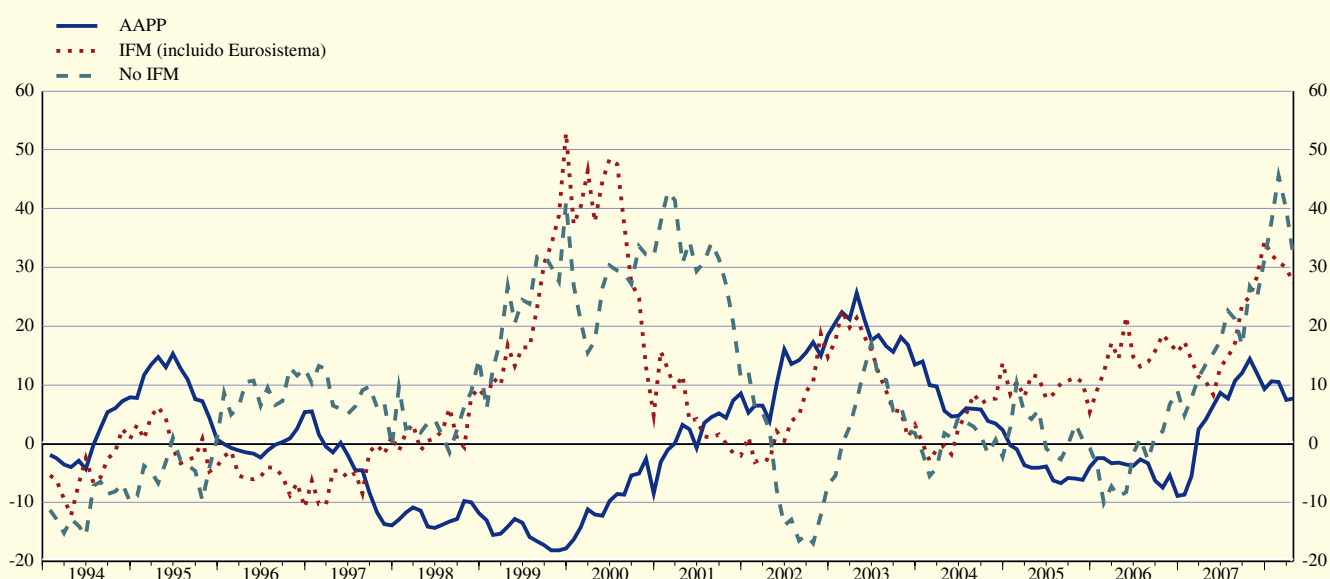
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,5	16,1	11,9	39,8	26,5	5,0	4,3
2007	5,2	7,1	17,8	3,7	2,4	6,6	15,7	11,1	37,5	18,8	3,8	-1,8
2007 II	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,4	12,1	37,6	19,2	5,1	-0,3
III	5,4	8,0	17,6	4,7	2,3	5,0	16,1	11,1	39,2	19,9	4,4	-4,7
IV	4,5	6,7	13,5	4,9	1,8	6,3	15,0	9,0	39,2	14,5	4,8	-6,5
2008 I	3,3	5,3	8,6	4,2	1,3	3,3	14,3	6,0	38,7	12,4	11,4	-3,3
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
Dic	4,3	6,8	11,4	4,4	1,7	5,8	15,4	7,2	43,5	10,8	8,3	-8,8
2008 Ene	3,4	6,0	10,4	4,6	0,7	3,9	15,4	6,7	41,9	13,1	11,6	-4,6
Feb	3,1	4,8	6,9	4,5	1,5	2,4	13,8	5,3	37,4	12,8	12,2	-0,2
Mar	2,6	3,5	5,8	2,8	1,6	1,4	12,1	4,8	30,9	12,2	12,3	-1,3
Abr	2,7	3,7	5,0	3,7	1,7	0,8	12,4	4,6	36,1	9,3	7,2	-1,4
En euros												
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,7	14,9	10,1	36,3	29,2	5,2	3,4
2007	4,6	6,4	14,5	2,2	2,7	6,7	15,0	10,2	35,2	18,8	3,9	-2,4
2007 II	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,7	11,2	35,1	20,0	5,2	-0,8
III	4,7	7,1	14,6	3,3	2,5	5,1	15,5	10,3	37,4	19,1	4,5	-5,6
IV	4,1	6,2	11,3	3,5	2,1	6,6	14,8	8,7	37,7	13,4	4,9	-7,2
2008 I	3,0	4,9	7,4	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,8	11,7	-4,1
2007 Nov	3,9	6,1	10,5	4,2	1,9	6,8	14,0	8,1	35,7	13,0	4,8	-10,0
Dic	3,9	6,3	9,7	3,3	1,9	6,1	15,8	7,0	43,5	10,0	8,6	-8,9
2008 Ene	2,9	5,4	9,0	3,4	0,9	4,3	15,9	6,6	42,0	12,4	11,9	-5,0
Feb	2,9	4,5	6,1	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,1	12,1	12,5	-1,5
Mar	2,3	3,1	4,8	1,1	1,8	1,4	12,8	4,4	32,0	11,8	12,9	-2,8
Abr	2,4	3,4	4,1	1,9	1,9	0,8	13,6	4,9	37,7	8,9	7,6	-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)

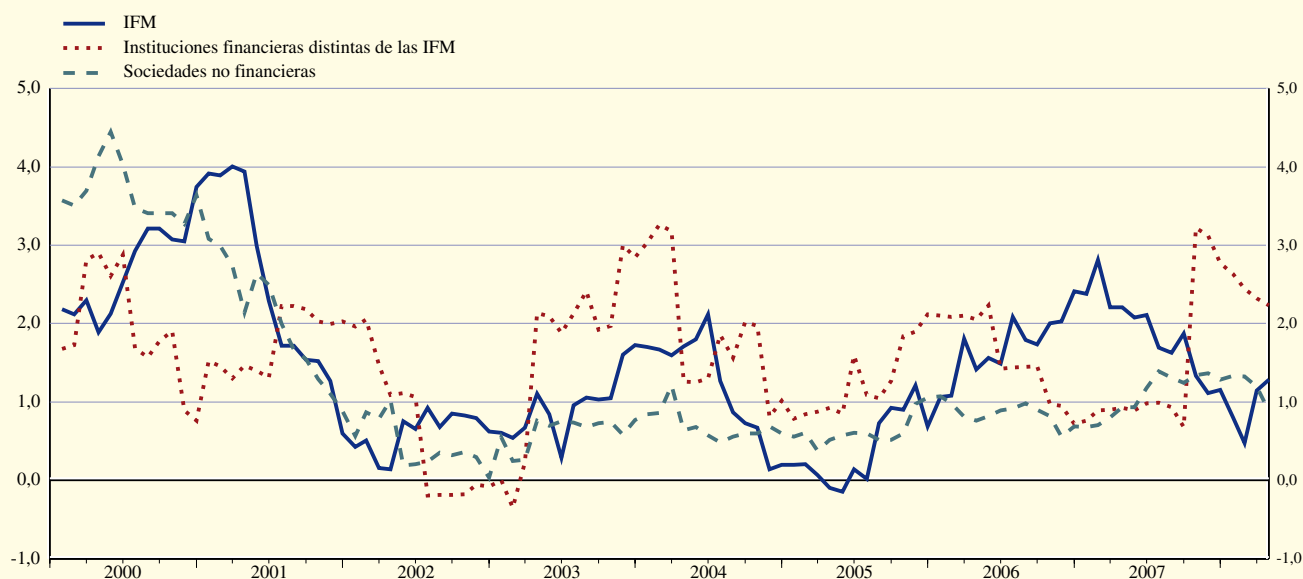
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(salos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Abr	5.687,6	103,1	1,0	957,5	1,4	579,1	2,1	4.151,0	0,8
May	5.396,4	103,2	1,1	901,3	1,6	543,6	2,2	3.951,4	0,8
Jun	5.408,2	103,3	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.958,7	0,9
Jul	5.405,1	103,5	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
Ago	5.586,9	103,5	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.018,5	1,0
Sep	5.728,5	103,5	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
Oct	5.917,6	103,6	1,0	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
Nov	5.972,2	103,7	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
Dic	6.190,9	103,9	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 Ene	6.369,9	104,0	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
Feb	6.283,9	104,1	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
Mar	6.510,1	104,1	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
Abr	6.760,5	104,3	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
May	7.040,4	104,4	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
Jun	6.961,9	104,7	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
Jul	6.731,4	104,9	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
Ago	6.618,1	104,9	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
Sep	6.682,2	104,9	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
Oct	6.936,7	105,2	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
Nov	6.622,4	105,2	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
Dic	6.578,8	105,4	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 Ene	5.756,8	105,4	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
Feb	5.811,0	105,4	1,3	858,2	0,5	492,4	2,4	4.460,5	1,3
Mar	5.557,5	105,4	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
Abr	5.738,4	105,4	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

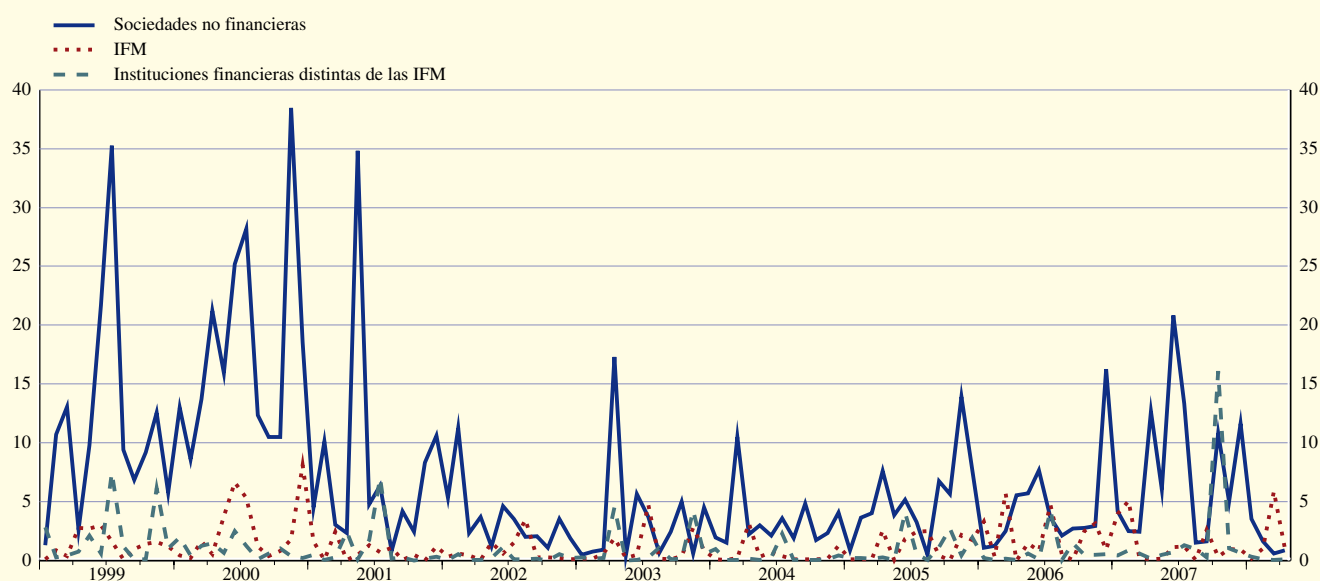
1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾ (mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

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

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor (mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 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	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
Abr	1,23	4,28	4,16	3,15	2,72	3,81	2,04	4,27	4,55	4,61	4,00

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 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	8,39	7,05	8,42	8,54	5,20	4,89	4,96	5,11	5,29	5,65	5,79	5,46
Abr	10,55	8,31	6,99	8,45	8,54	5,23	4,91	4,95	5,11	5,31	5,85	5,80	5,40

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			Sin fijación de tipo y hasta 1 año		
		Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7
2007 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	5,96	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
Nov	6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
Dic	6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene	6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,25
Feb	6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
Mar	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
Abr	6,54	6,03	5,77	5,22	5,29	5,45	5,39

Fuente: BCE.

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

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

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

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

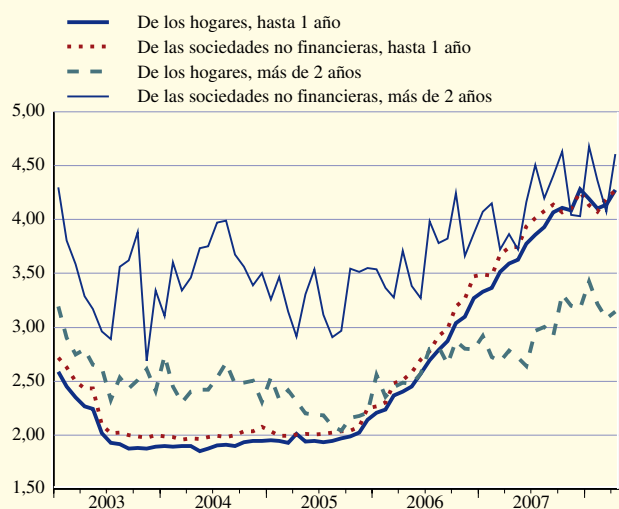
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 May	1,06	3,30	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	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,23	3,96
Abr	1,23	4,07	3,06	2,72	3,81	2,04	4,37	4,29	3,89

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 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	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
Abr	5,59	4,85	5,03	9,08	7,22	6,28	6,03	5,55	5,29

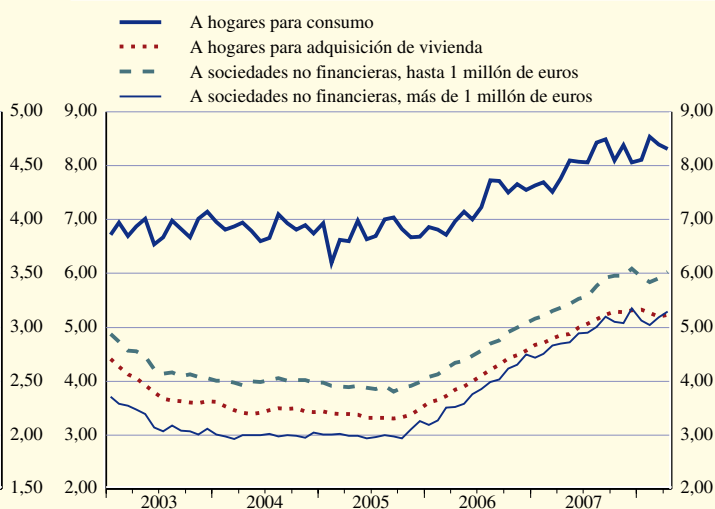
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

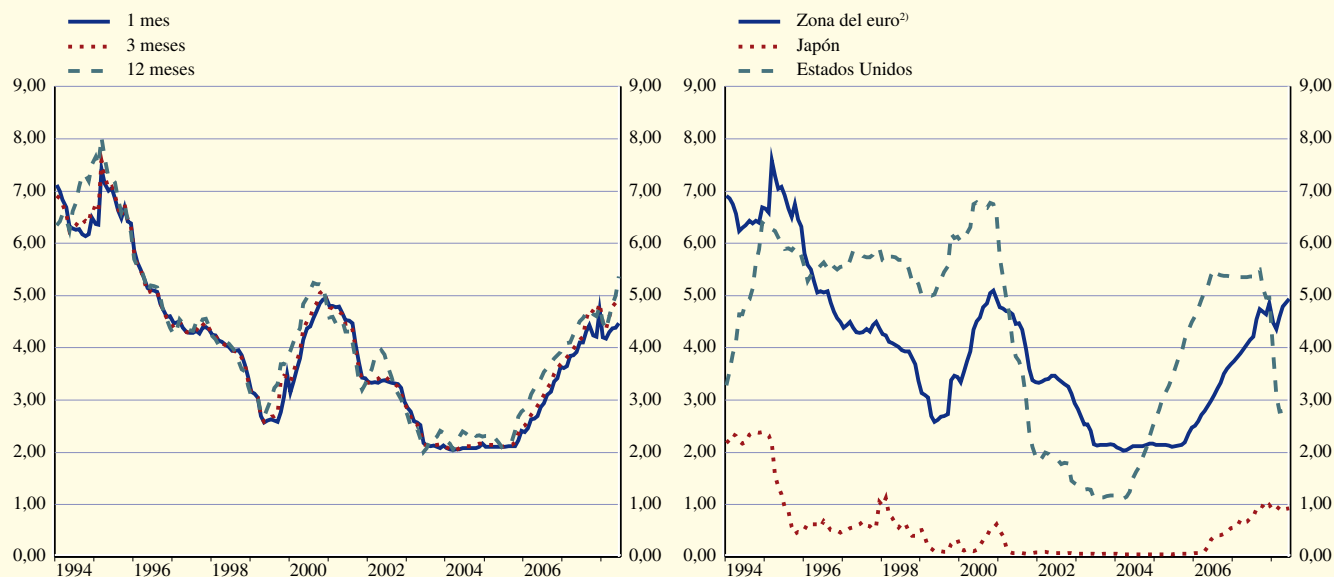
	Zona del euro ^{1,2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
2007 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
Jun	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92

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

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

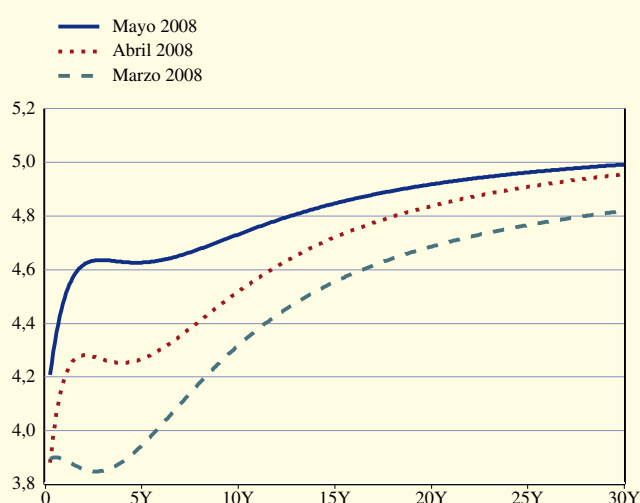
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro¹⁾

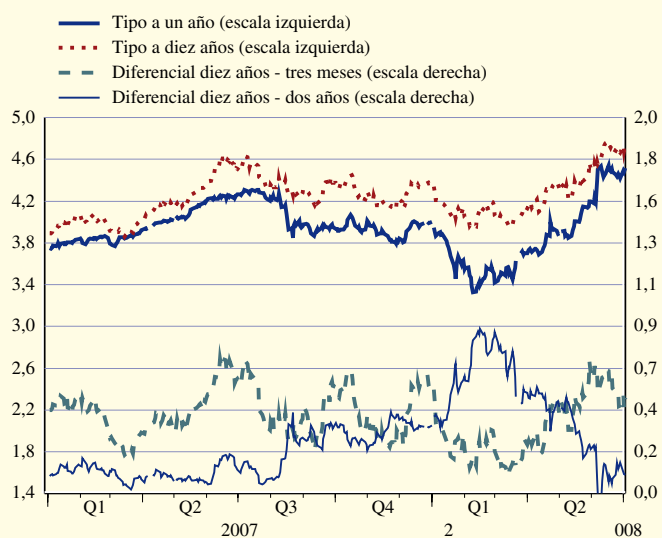
(deuda de las administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años - tres meses (diferencial)	Diez años - dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Jun	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00

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



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



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

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

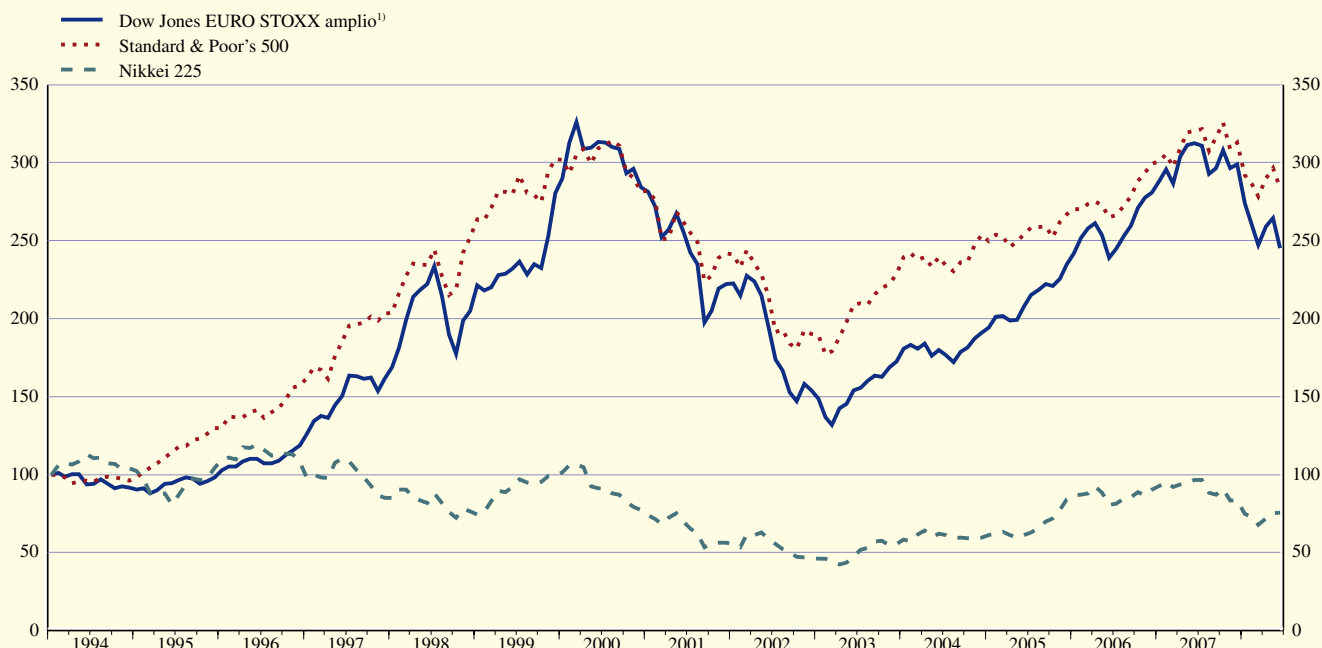
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
2007 III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
2007 IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2008 II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
2007 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
2007 Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
2007 Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
2007 Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
2007 Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
2007 Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
2007 Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
2008 Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
2008 Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
2008 Abr	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
2008 May	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
2008 Jun	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
2007 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
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	108,2	3,7	2,5	4,5	2,5	0,6	0,2	0,6	0,0	3,6	0,4	3,8	2,4
Jun ⁴⁾		4,0											

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ³⁾	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2007 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 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
May	5,7	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero		No duradero					
													Total excluida energía		
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,8	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,2	6,5	19,7	24,8	52,9
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,5	5,0 ⁶⁾	-3,1	13,8	51,0
III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,6	-	2,0	6,7	54,2
IV	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,4	4,0 ⁶⁾	23,5	1,6	61,0
2008 I	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	44,0	7,1	78,5
2008 Ene	122,8	5,1	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	5,7	3,8	4,4	1,5	4,6	2,5	5,0	12,7	-	-	34,8	10,3	66,1
Abr	125,5	6,2	5,5	3,7	4,3	1,7	4,5	2,4	4,9	14,5	-	-	32,7	5,8	69,8
May	127,1	7,1	6,3	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	51,2	9,6	85,9

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,6	2,5	2,3	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,6	2,5	2,7	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,8	2,6	2,8	2,1	2,8	3,1	2,5	2,2
2007 I	121,4	2,3	2,4	1,9	2,5	1,9	2,2	2,0
II	122,3	2,7	2,8	2,3	3,1	2,9	2,4	2,3
III	123,2	2,6	2,8	2,3	2,4	3,6	2,6	2,2
IV	124,2	2,9	3,2	2,0	3,1	3,9	2,6	2,1
2008 I	125,1	3,3	3,7	2,3	3,7	4,0	3,0	2,8

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

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

3) Se refiere a precios expresados en euros.

4) Brent (para entrega en un mes).

5) En el año 2000.

6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.

7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2004	107,9	1,0	-11,2	-0,5	3,4	0,5	2,4	2,1
2005	109,0	1,0	7,4	-0,7	3,0	0,8	1,6	2,0
2006	110,0	0,9	1,8	-0,6	1,0	0,2	2,3	2,5
2007	111,7	1,5	1,2	-0,3	4,0	0,7	3,2	1,9
2007 I	110,8	1,0	0,6	-0,6	1,5	-0,3	2,7	2,3
II	111,6	1,3	1,6	0,2	4,4	0,3	3,4	0,9
III	111,6	1,5	1,6	-0,9	5,0	1,0	2,8	1,9
IV	112,6	2,3	1,0	0,1	5,2	1,6	3,7	2,7
2008 I	113,5	2,4	.	.	.	.	.	.
	Remuneración por asalariado							
2004	110,0	2,1	1,2	2,9	2,9	1,5	1,7	2,4
2005	112,0	1,8	1,8	1,8	2,0	1,7	2,3	1,8
2006	114,5	2,2	2,6	3,5	3,3	1,6	2,2	1,6
2007	117,3	2,4	2,9	2,7	3,3	2,0	2,1	2,4
2007 I	116,4	2,5	2,8	2,5	4,0	2,2	2,3	2,4
II	117,1	2,2	3,5	3,1	2,5	2,0	2,0	1,7
III	117,4	2,2	2,7	2,4	3,3	2,0	1,9	2,3
IV	118,4	2,7	2,5	3,0	3,6	1,8	2,5	3,0
2008 I	120,0	3,1	.	.	.	.	.	.
	Productividad del trabajo ²⁾							
2004	102,0	1,1	14,0	3,5	-0,5	0,9	-0,7	0,3
2005	102,8	0,8	-5,2	2,5	-0,9	0,9	0,7	-0,2
2006	104,2	1,3	0,8	4,1	2,3	1,4	-0,1	-0,8
2007	105,1	0,9	1,7	3,1	-0,7	1,3	-1,0	0,4
2007 I	105,1	1,4	2,2	3,1	2,5	2,5	-0,4	0,2
II	104,9	0,9	1,9	2,9	-1,9	1,7	-1,4	0,8
III	105,2	0,8	1,1	3,3	-1,6	1,0	-0,9	0,3
IV	105,2	0,4	1,5	2,9	-1,6	0,2	-1,2	0,4
2008 I	105,7	0,6	.	.	.	.	.	.

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
			Total	Consumo privado	Consumo público		
	1	2	3	4	5	6	8
2004	109,5	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,4
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,5	2,6	3,5
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	1,9	2,9	3,9
2007	116,2	2,2	2,1	2,1	1,5	2,7	1,2
2007 I	115,3	2,1	1,8	1,9	1,5	3,0	0,5
II	116,1	2,2	1,9	1,9	0,8	2,9	0,7
III	116,6	2,2	2,1	1,9	1,4	2,5	0,9
IV	117,0	2,2	2,7	2,7	2,4	2,3	2,7
2008 I	117,7	2,0	2,7	3,1	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
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
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
en porcentaje del PIB									
2007	100,0	98,6	56,4	20,1	21,8	0,3	1,4	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾									
tasas de variación intertrimestral									
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
tasas de variación interanual									
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
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
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	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales									
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	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
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
en porcentaje del valor añadido								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,0	22,5	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
tasas de variación intertrimestral								
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
tasas de variación interanual								
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
contribuciones a las tasas de variación del valor añadido en puntos porcentuales								
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	-
contribuciones a las tasas de variación del valor añadido en puntos porcentuales								
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
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero		No duradero	
% del total ¹⁾	100,0	82,8	82,8	74,8	73,7	29,9	22,2	21,6	3,6	18,0	9,0	17,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	1,4	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,9	0,4	-0,9	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,8	3,9
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	5,9	2,3	1,1	2,5	-0,3	3,2
2007 II	2,9	111,0	2,8	3,3	3,4	3,2	4,9	2,0	1,3	2,1	-0,2	2,4
III	3,8	112,7	4,0	4,2	4,0	3,6	6,6	3,1	2,0	3,2	1,4	1,8
IV	2,7	112,9	3,1	2,6	2,0	1,9	5,2	0,7	-2,7	1,3	5,9	-0,4
2008 I	2,7	113,7	2,8	2,1	2,0	1,6	5,7	0,4	-1,6	0,8	4,5	1,7
2007 Nov	2,5	112,7	3,0	2,3	1,6	1,6	5,1	0,4	-3,8	1,2	6,4	-1,2
Dic	1,0	112,8	1,7	1,4	0,9	0,6	3,2	-0,3	-4,9	0,5	4,7	-3,5
2008 Ene	3,5	113,7	3,5	3,5	3,2	2,3	7,3	1,8	-0,2	2,1	3,0	3,3
Feb	3,5	114,0	3,3	3,1	3,7	2,0	6,9	0,9	-0,8	1,2	4,3	4,8
Mar	1,2	113,5	1,6	0,0	-0,6	0,6	3,4	-1,3	-3,6	-0,9	6,4	-2,1
Abr	3,1	114,5	3,9	4,5	4,2	2,5	7,7	0,6	1,3	0,5	5,6	-1,7
		tasas de variación intermensual (d.)										
2007 Nov	-0,7	-	-0,4	-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	0,3	0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,2	0,5	-0,3
2008 Ene	1,0	-	0,8	1,2	1,4	0,8	2,6	0,9	2,0	0,7	-4,5	2,4
Feb	0,5	-	0,3	0,2	0,5	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-0,4	1,4	1,3
Mar	-0,9	-	-0,5	-0,6	-1,8	-0,6	-1,6	-0,7	-1,8	-0,5	3,1	-2,7
Abr	0,6	-	0,9	0,5	1,9	0,4	2,0	0,4	2,0	0,2	-1,7	-0,6

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 [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios					
								Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar				
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	126,2	6,3	2,4	109,4	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,1	963	-0,5
2007 II	129,5	10,6	125,9	6,3	2,2	109,6	1,0	-0,2	1,8	3,1	2,9	957	-2,4
III	129,0	6,5	127,4	6,3	2,6	109,9	1,4	-0,6	2,8	5,8	2,8	963	2,1
IV	131,5	8,3	127,0	5,2	2,1	108,9	-0,4	-0,9	0,1	0,0	-1,3	978	0,3
2008 I	131,5	3,9	131,3	4,4	3,1	108,9	-0,1	-1,3	0,6	0,1	-1,2	949	-0,6
2007 Dic	129,0	2,2	125,8	1,6	1,4	108,8	-1,3	-1,9	-0,7	-1,1	-1,9	1.005	4,1
2008 Ene	132,0	7,0	132,1	7,5	3,8	109,4	0,8	-1,6	2,4	3,0	0,4	951	-1,3
Feb	132,0	9,5	131,7	10,2	4,6	109,2	1,4	0,2	2,0	4,3	-0,4	977	5,8
Mar	130,4	-3,6	129,9	-3,2	1,1	108,2	-2,3	-2,3	-2,4	-6,6	-3,4	918	-4,8
Abr	133,7	11,9	132,1	13,7	0,4	107,5	-3,0	-3,6	-2,3	-6,0	-2,1	949	2,2
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	898	-9,9
	tasas de variación intermensual (d.)												
2007 Dic	-	-3,7	-	-1,6	0,3	-	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,6	-	5,0
2008 Ene	-	2,3	-	5,1	0,9	-	0,5	0,1	1,0	1,9	0,3	-	-5,4
Feb	-	0,0	-	-0,3	0,0	-	-0,2	0,1	-0,4	1,1	-0,3	-	2,7
Mar	-	-1,2	-	-1,4	-0,7	-	-0,9	-0,2	-1,4	-5,5	-1,3	-	-6,0
Abr	-	2,5	-	1,7	0,1	-	-0,6	-1,2	-0,3	0,9	0,1	-	3,4
May	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-5,4

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				Indicador de confianza de los consumidores ³⁾					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	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 Q2	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
Q3	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
Q4	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 Q1	100,5	0	-1	7	10	83,7	-12	-7	-17	11	-12
Q2	96,5	-3	-6	9	7	.	-15	-10	-22	13	-14
2008 Jan.	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
Apr.	97,1	-2	-5	9	8	83,5	-12	-8	-19	11	-12
May	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
June	94,9	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 Q2	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
Q3	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
Q4	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 Q1	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
Q2	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
2008 Jan.	-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
Apr.	-12	-18	-6	-5	-4	18	6	7	1	7	12
May	-9	-16	-2	-1	3	14	8	8	4	9	13
June	-11	-18	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,0	15,0	4,0	17,1	7,7	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,375	0,7	0,7	0,9	-2,8	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,3
2005	139,691	1,0	1,1	0,4	-0,8	-1,1	2,6	0,8	2,4	1,5
2006	141,917	1,6	1,7	0,8	-1,5	-0,4	2,6	1,5	3,8	2,0
2007	144,423	1,8	2,0	0,7	-1,0	0,3	3,8	1,7	4,2	1,3
2007 I	143,461	1,8	2,0	0,5	-0,1	0,2	4,9	1,1	4,1	1,4
II	144,198	1,7	1,9	0,6	-1,3	0,4	4,5	1,3	4,6	1,0
III	144,804	1,9	2,0	1,3	-1,2	0,2	3,6	2,2	4,1	1,4
IV	145,231	1,8	2,0	0,5	-1,4	0,3	2,4	2,2	4,1	1,3
2008 I	145,676	1,6	1,7	0,7	.	.	.	.	.	.
tasas de variación interanual (d.)										
2007 I	0,755	0,5	0,5	0,4	0,8	0,1	1,9	0,4	1,3	0,1
II	0,737	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,3	0,3
III	0,606	0,4	0,5	0,1	-1,0	0,0	-0,1	0,8	0,7	0,5
IV	0,426	0,3	0,5	-0,6	-0,6	0,2	0,3	0,1	0,8	0,4
2008 I	0,446	0,3	0,2	0,6	.	.	.	.	.	.

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	13,100	8,8	10,159	7,7	2,941	17,0	6,558	7,9	6,543	10,0
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,1	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,513	8,2	9,773	7,3	2,740	16,1	6,215	7,4	6,298	9,3
2007	11,380	7,4	8,902	6,5	2,478	14,8	5,596	6,6	5,784	8,4
2007 I	11,628	7,6	9,091	6,7	2,536	15,2	5,702	6,8	5,926	8,7
II	11,422	7,5	8,950	6,6	2,472	14,8	5,589	6,6	5,834	8,5
III	11,289	7,4	8,845	6,5	2,444	14,5	5,569	6,6	5,720	8,3
IV	11,183	7,3	8,722	6,4	2,461	14,7	5,527	6,5	5,656	8,2
2008 I	11,090	7,2	8,644	6,3	2,445	14,5	5,499	6,5	5,591	8,1
2007 Dic	11,137	7,2	8,680	6,3	2,457	14,6	5,513	6,5	5,624	8,1
2008 Ene	11,118	7,2	8,677	6,3	2,441	14,5	5,502	6,5	5,616	8,1
Feb	11,081	7,2	8,638	6,3	2,443	14,5	5,493	6,4	5,589	8,1
Mar	11,070	7,2	8,618	6,3	2,452	14,6	5,501	6,5	5,569	8,0
Abr	11,132	7,2	8,638	6,3	2,494	14,8	5,566	6,5	5,566	8,0
May	11,199	7,2	8,670	6,3	2,529	15,0	5,637	6,6	5,562	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

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

2. Zona del euro - empleos

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	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	2,4	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

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

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

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

1) 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.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	Acreedores 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⁾											Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio				
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones			Inyecciones de capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1	
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6	
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	
2007	1,1	-0,6	0,5	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	

Fuente: BCE.

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

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,4
II	45,4	44,9	12,4	12,7	15,4	1,9	1,5	0,5	0,3	40,9
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 I	41,9	41,5	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
II	45,7	44,3	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,5
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	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	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
IV	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,8
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,5	43,9	11,8	13,2	15,1	2,0	1,0	0,6	0,3	40,5
III	43,3	42,7	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
IV	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,1
2006 I	42,5	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,6	45,2	12,5	13,6	15,2	2,0	1,2	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,3	11,5	13,0	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,5	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	38,9
II	46,1	45,6	13,0	13,6	15,1	2,0	1,2	0,4	0,3	41,9
III	43,8	43,4	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,4	0,3	40,2
IV	49,9	49,3	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,9

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital				
						Beneficios sociales	Subven- ciones						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001 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	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,5
III	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,7	46,3	11,0	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	43,6	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,4	2,0
III	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	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	3,2	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	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,7	1,2
2005 I	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,2	42,8	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	50,6	45,8	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	42,2	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	42,3	10,3	4,8	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	0,9	0,1	3,1
III	45,4	42,0	9,9	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,7	1,2
IV	50,5	45,1	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,5	41,3	9,8	4,5	3,0	24,0	20,6	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,8	41,7	10,0	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,1	2,3	0,8	1,3	4,5
III	44,8	41,4	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	26,0	22,2	1,4	5,3	3,3	1,9	-0,7	2,1

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)

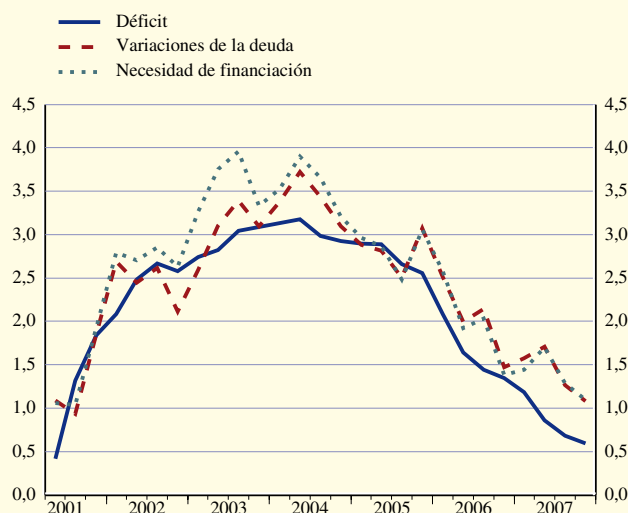
1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

	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	70,5	2,5	11,7	4,9	51,4
II	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
III	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
IV	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 I	68,8	2,4	11,4	4,8	50,2
II	69,0	2,2	11,2	5,1	50,5
III	68,0	2,1	11,0	5,2	49,7
IV	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1

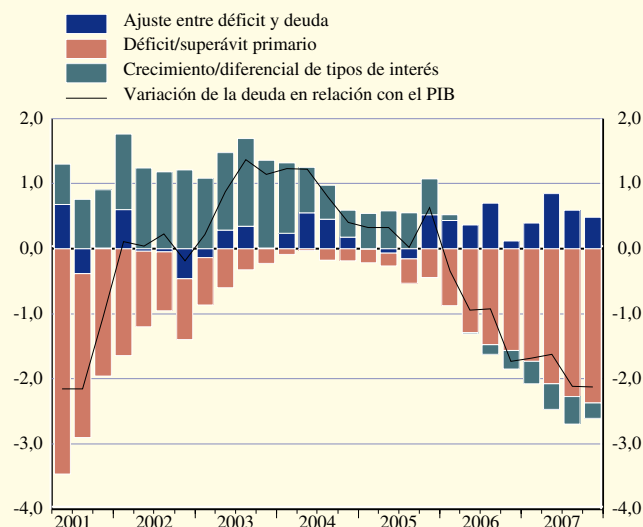
2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/ superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	3,1	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	1,3	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	-0,7	-4,3	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-1,3	-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

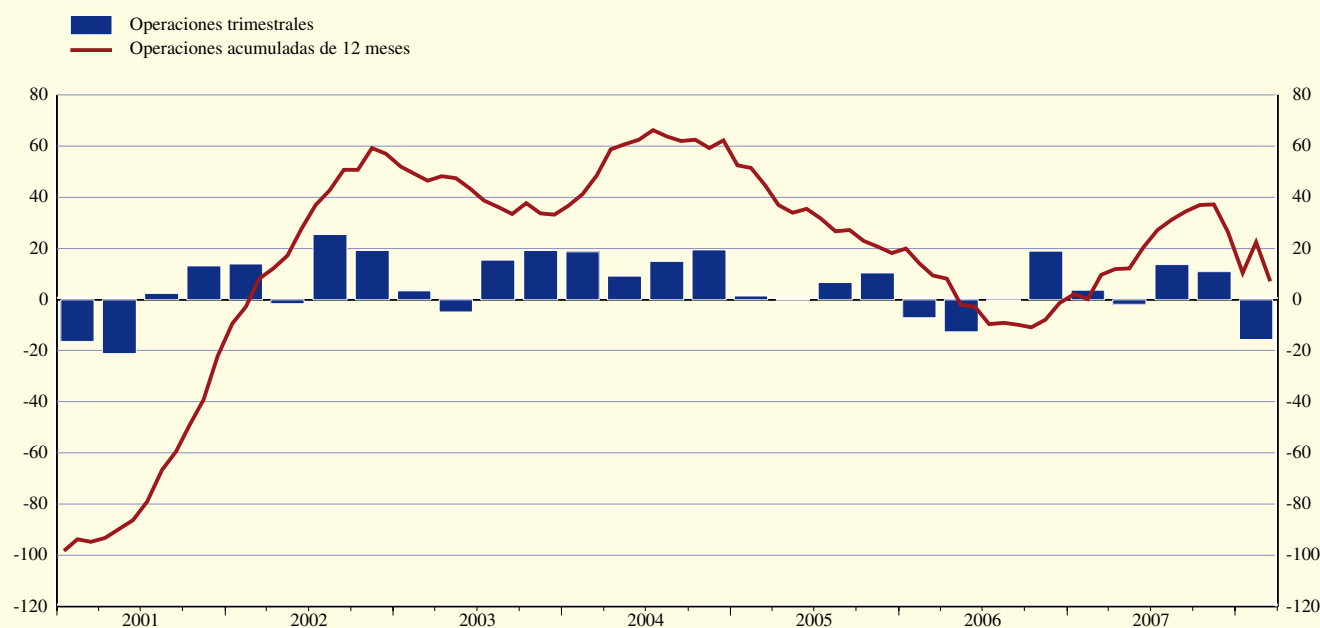
7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(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	29,6	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,5	18,0	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,3	-120,3
2007	26,4	55,6	51,5	3,0	-83,6	14,1	40,5	102,8	-94,8	253,8	-110,1	59,2	-5,4	-143,3
2007 I	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,4	-15,2	-81,9	-1,6	-37,8
II	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,2	-4,2	-50,0
III	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,4	-112,7
IV	11,0	9,7	10,9	10,4	-20,1	5,8	16,8	-74,0	18,2	-44,1	-48,3	-4,6	4,8	57,2
2008 I	-15,5	-1,7	10,5	1,3	-25,6	5,5	-10,0	14,0	-66,3	68,6	-3,9	21,0	-5,5	-4,0
2007 Abr	-2,5	4,9	3,7	-3,4	-7,7	0,6	-1,9	51,8	-5,1	6,5	-9,5	61,3	-1,5	-49,8
May	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	6,9	-25,9	11,3	-1,9	24,1	-0,7	4,8
Jun	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-8,8	-26,9	72,6	-8,3	-44,2	-1,9	-5,0
Jul	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
Ago	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,4	1,0	-67,8
Sep	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,3	-2,3	10,3
Oct	4,6	6,9	4,1	3,6	-10,0	1,3	6,0	-49,1	29,5	-44,0	-6,0	-28,7	0,1	43,2
Nov	3,6	5,1	3,5	1,7	-6,6	1,0	4,7	-1,6	9,5	10,0	-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	14,0	4,6	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	-5,7	1,3	3,3	0,7	-11,1	0,8	-4,9	11,6	-16,3	-0,1	7,3	24,0	-3,3	-6,7
Abr	-9,2	3,0	2,7	-6,9	-7,9	0,5	-8,6	21,4	-24,2	0,5	-14,2	62,7	-3,4	-12,8
operaciones acumuladas de 12 meses														
2008 Abr	0,5	43,3	51,5	-6,2	-88,2	15,0	15,5	57,0	-165,9	174,0	-103,4	163,4	-11,0	-72,5

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

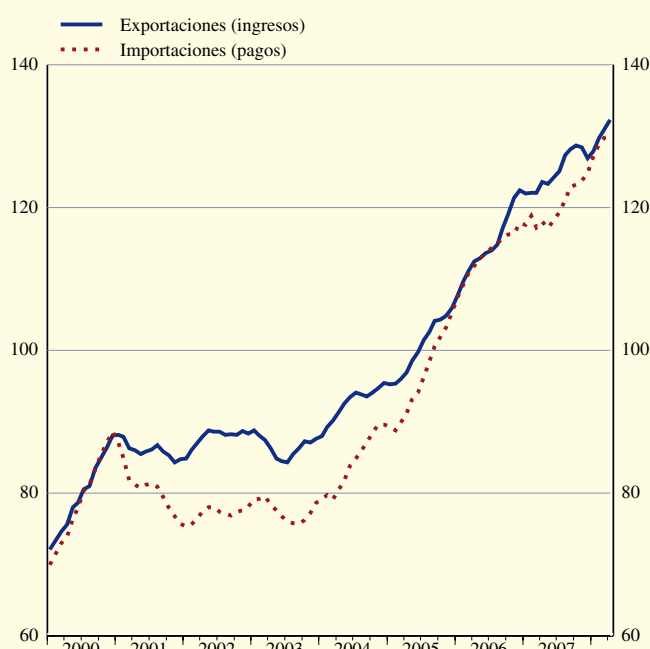
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente													Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes					
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	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	668,9	684,4	-15,5	386,6	388,3	114,0	103,5	140,3	139,0	28,0	-	53,6	-	8,4	2,8
2008 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	223,8	229,6	-5,7	130,2	128,8	38,7	35,4	49,9	49,2	5,0	.	16,2	.	2,0	1,2
Abr	235,3	244,4	-9,2	137,8	134,9	40,0	37,3	49,9	56,9	7,5	.	15,4	.	1,5	1,0
	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	684,0	697,6	-13,6	392,8	389,4	124,0	108,8	144,6	151,5	22,7	.	47,9	.	.	.
2007 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	221,7	234,8	-13,2	127,7	130,6	41,5	37,1	46,8	50,6	5,7	.	16,5	.	.	.
Abr	234,8	235,1	-0,3	135,6	129,7	41,6	38,2	47,8	49,8	9,9	.	17,4	.	.	.

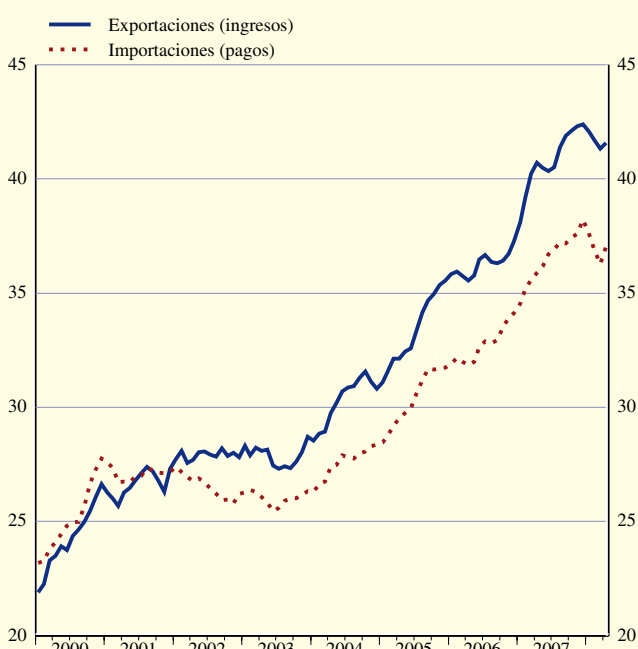
C31 Bienes

(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	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
I 2007 a IV 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
Tranferencias 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	-
Tranferencias 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	-
Tranferencias 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	3.042,9	4.076,4	-37,3	3.008,7	3.179,5	281,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,5	142,8	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,8	5.105,7	-46,2	3.779,7	4.025,5	320,1
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,6	155,7	-12,1	3.050,2	2.654,1	4.459,3	5.960,7	-43,6	4.403,4	4.611,5	325,8
2007 III	13.646,2	14.948,0	-1.301,8	154,8	169,6	-14,8	3.385,9	2.896,4	4.785,0	6.707,8	-0,5	5.135,2	5.343,9	340,5
IV	13.709,3	15.052,9	-1.343,6	153,9	168,9	-15,1	3.428,3	2.987,8	4.731,3	6.705,1	45,1	5.157,3	5.360,1	347,3
Variaciones de los saldos vivos														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,5	490,6	-17,6	302,6	241,2	-25,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	771,1	846,0	39,1
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,2	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,7	586,1	5,7
2007 III	233,7	366,0	-132,4	10,6	16,6	-6,0	68,9	79,3	-21,1	49,3	11,1	159,7	237,5	15,2
IV	63,1	104,9	-41,8	2,7	4,5	-1,8	42,3	91,4	-53,7	-2,7	45,6	22,1	16,2	6,8
Operaciones														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,6	416,5	8,3	309,4	287,8	-12,5
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,4	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,6	643,0	-18,0
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,7	707,3	1,3
2007	1.807,3	1.910,0	-102,8	20,3	21,4	-1,2	401,8	307,0	422,6	676,4	110,1	867,5	926,6	5,4
2007 III	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,2	-4,4	115,8	75,0	33,8	99,0	26,8	209,9	314,3	4,4
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	-4,8
2008 I	430,6	444,6	-14,0	19,2	19,8	-0,6	100,6	34,3	45,5	114,1	3,9	275,2	296,2	5,5
2007 Dic	-97,2	-120,5	23,2	.	.	.	24,8	4,0	-22,1	-32,2	11,0	-106,3	-92,3	-4,6
2008 Ene	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	13,3	24,9	-11,6	.	.	.	21,4	5,1	2,6	2,5	-7,3	-6,7	17,3	3,3
Abr	83,2	104,6	-21,4	.	.	.	-18,5	-42,7	30,2	30,7	14,2	53,9	116,6	3,4
Otros flujos														
2004	-20,2	91,3	-111,6	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,9	74,1	-25,9	-6,8	-46,7	-13,3
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,5	203,0	57,1
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007	-293,1	-83,5	-209,5	-3,3	-0,9	-2,4	-23,7	26,6	-150,6	67,9	-21,4	-113,5	-178,1	16,1
2007 III	-157,1	-122,2	-34,9	-7,2	-5,5	-1,6	-47,0	4,3	-55,0	-49,7	-15,7	-50,2	-76,8	10,8
IV	-247,7	-131,9	-115,8	-10,6	-5,7	-4,9	-36,0	-5,2	-148,3	-53,1	-2,7	-72,4	-73,7	11,7
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2003	-433,3	-179,7	-253,6	-5,8	-2,4	-3,4	-101,9	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,3	-44,0	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	371,9	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,3	.	149,4	117,2	18,7
2006	-292,6	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-66,0	14,5	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	285,2	351,1	-65,9	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,3	-27,0	.	.	42,2
2006	317,1	272,2	44,9	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,8	226,0	5,0	.	.	16,4
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2003	59,6	-34,3	93,9	0,8	-0,5	1,2	43,5	61,7	20,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	43,0	-13,4	56,4	0,6	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,0	-48,7	.	64,1	7,8	-0,7
2005	144,9	169,8	-24,9	1,8	2,1	-0,3	-39,6	19,4	115,1	64,6	.	73,1	85,8	-3,7
2006	-165,7	-191,6	25,9	-2,0	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2003	9,3	8,2	-	.	.	.	7,5	7,4	12,6	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,9
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,3
2007 III	17,0	16,7	-	.	.	.	13,4	9,0	11,1	15,6	.	25,1	22,8	3,9
IV	14,8	14,4	-	.	.	.	13,1	11,5	9,5	11,3	.	19,7	20,2	1,7
2008 I	12,6	12,2	-	.	.	.	12,9	9,5	7,1	8,0	.	16,4	19,4	2,8

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

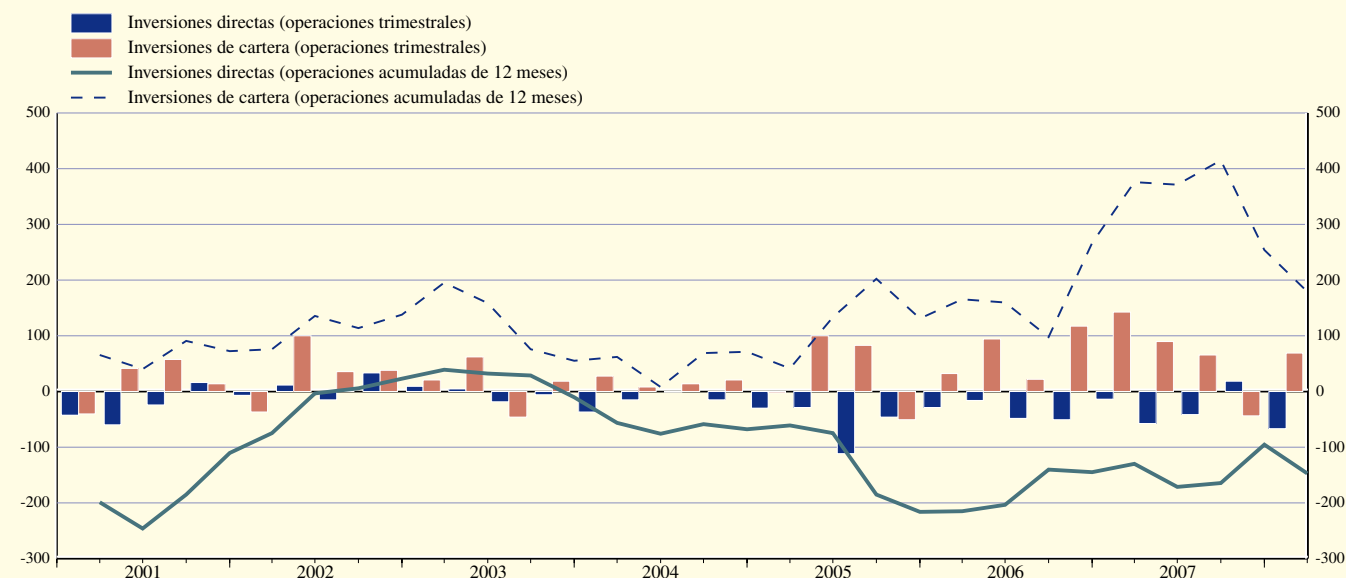
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 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	100,6	66,4	10,7	55,6	34,2	2,3	31,9	34,3	17,5	-0,1	17,5	16,9	-0,1	17,0
2007 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	21,4	16,3	0,0	16,2	5,2	2,6	2,6	5,1	8,8	-0,8	9,6	-3,7	-1,2	-2,5
Abr	-18,5	-24,5	4,4	-28,9	6,0	-0,1	6,1	-42,7	-32,4	0,5	-32,9	-10,3	0,0	-10,3
	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	12,9	12,2	13,9	12,0	16,0	68,2	15,5	9,5	8,5	0,7	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 periodo, operaciones durante el periodo)

3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM	
			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.887,8	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,3	710,9	9,0	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,3	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,8	846,3	11,3	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 III	4.785,0	2.120,5	139,7	2,8	1.980,9	42,6	2.263,6	935,9	12,0	1.327,7	15,3	400,9	315,1	8,1	85,8	9,6
IV	4.731,3	2.049,6	144,4	2,8	1.905,1	41,8	2.278,0	929,4	11,7	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	422,6	46,7	28,8	0,0	17,9	5,3	326,7	149,6	1,8	177,1	2,3	49,2	40,1	0,2	9,1	0,3
2007 III	33,8	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,3	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
IV	94,6	11,4	13,4	0,0	-1,9	0,9	77,1	20,1	0,3	57,1	0,3	6,0	18,3	0,8	-12,3	-9,1
2008 I	45,5	-43,4	-39,7	0,1	-3,7	-	14,5	18,0	-1,1	-3,5	-	74,4	65,0	-0,1	9,4	-
2007 Dic	-22,1	-8,0	1,5	0,0	-9,6	-	-3,8	-27,2	-0,1	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	2,6	-16,8	-26,8	0,1	10,0	-	-3,7	-3,7	-0,6	0,0	-	23,1	12,4	-0,1	10,6	-
Abr	30,2	1,2	1,1	-0,1	0,1	-	26,8	18,4	0,4	8,3	-	2,2	1,6	0,3	0,6	-
	Tasas de crecimiento															
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,7	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	29,7	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 III	11,1	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	53,0	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
IV	9,5	2,3	23,7	0,4	0,9	13,8	16,0	17,9	17,0	14,6	16,9	13,1	13,2	1,9	13,6	70,1
2008 I	7,1	-0,7	-22,3	5,5	0,8	-	11,7	13,3	-1,2	10,6	-	22,5	26,8	8,9	6,1	-

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	
						AAPP					AAPP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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	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	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	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	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	-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	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	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	-43,5
2008 I	114,1	60,0	72,8	-12,8	39,1	22,5	16,6	-	15,0	-3,2	18,2	-	-
2007 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	-4,5	-	-	-4,6	-	-	-	11,5	-	-	-	-
Abr	30,7	-19,7	-	-	28,7	-	-	-	21,7	-	-	-	-
Tasas de crecimiento													
2005	12,8	13,0	-	-	11,2	-	-	-	23,6	-	-	-	-
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5	-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	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	10,2
2008 I	8,0	5,2	9,7	3,8	10,2	14,0	8,3	-	15,4	31,5	4,9	-	-

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.779,7	7,9	7,2	0,7	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.403,4	11,3	10,6	0,7	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 III	5.135,2	21,3	20,9	0,5	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	5.157,3	23,3	22,7	0,7	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	717,7	3,3	3,3	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007	867,5	10,6	10,6	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	275,2	5,2	-	-	211,3	-	-	-4,0	-	-	-1,0	62,7	-	-	15,0
2007 Dic	-106,3	0,3	-	-	-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	-6,7	2,3	-	-	-36,8	-	-	-1,4	-	-	-1,3	29,2	-	-	9,7
Abr	53,9	2,2	-	-	50,4	-	-	1,6	-	-	1,4	-0,4	-	-	-16,2
Tasas de crecimiento															
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	41,9	45,7	3,1	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 III	25,1	111,9	119,5	3,1	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
IV	19,7	94,0	100,3	-4,1	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	70,3	-	-	15,2	-	-	-2,3	-	-	20,9	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	296,2	9,1	-	-	271,9	-	-	0,7	-	-	-	14,5	-	-	-
2007 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	17,3	15,0	-	-	-29,7	-	-	-0,2	-	-	-	32,2	-	-	-
Abr	116,6	9,1	-	-	117,0	-	-	-0,2	-	-	-	-9,4	-	-	-
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	19,4	41,8	-	-	17,6	-	-	5,7	-	-	-	24,9	-	-	-

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 en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Pasivos Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores							Derivados financieros
							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 Mar	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	-	-	-	0,9	0,1	36,7	-37,3
2008 Abr	348,7	197,8	352,868	4,3	3,4	143,1	8,0	25,4	109,8	-	-	-	0,0	0,0	44,7	-48,1
2008 May	349,2	201,4	352,697	4,3	4,1	139,3	6,7	23,8	109,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-60,0
	Operaciones															
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,4	-2,9	-	0,3	-0,8	8,8	2,8	1,0	5,0	0,0	14,2	-9,1	0,0	0,0	-	-
2007 III	4,4	-0,3	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,9	2,1	0,1	2,3	-0,2	0,0	0,0	-	-
2007 IV	-4,8	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,2	1,4	-5,2	0,5	0,1	3,9	-3,5	0,1	0,0	-	-
2008 I	5,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasas de crecimiento															
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 III	3,9	-1,4	-	10,7	-32,6	12,5	74,5	15,1	9,2	-29,8	18,8	-14,6	-86,9	-	-	-
2007 IV	1,7	-1,6	-	6,8	-17,5	6,3	43,9	3,4	4,7	1,1	18,1	-30,3	-59,1	-	-	-
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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
En el exterior	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Otro capital	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
En la zona del euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Otro capital	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
Inversiones de cartera	4.459,3	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,3
Acc. y participaciones	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Valores distintos de acciones	2.445,2	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,3
Bonos y obligaciones	2.067,8	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,8
Instrum. mercado monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
Otras inversiones	-208,2	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	25,2
Activos	4.403,4	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	659,0
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.957,5	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	389,0
Otros sectores	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Pasivos	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
AAPP	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Otros sectores	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
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	75,9
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	422,6	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	108,7
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	375,9	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	76,8
Bonos y obligaciones	326,7	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	82,6
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	-59,2	-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	91,8
Activos	867,5	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	146,9
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	571,3	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	119,0
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.

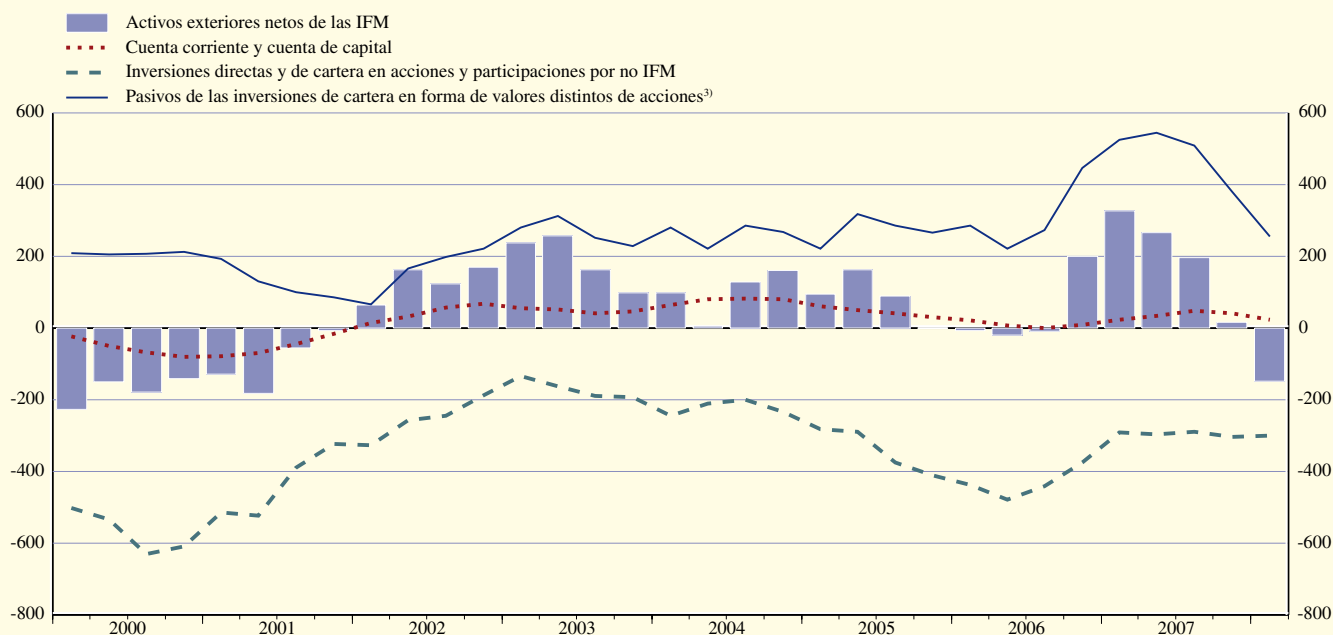
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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 partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,3
2007	41,4	-377,0	305,8	-205,5	166,2	380,3	-296,2	245,7	-110,2	-136,3	14,4	16,1
2007 I	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	88,2
II	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-0,2
III	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,0	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,3	-67,3
IV	18,0	-86,1	96,0	-42,7	-16,0	32,8	-36,3	11,9	-48,3	61,4	-9,5	-4,7
2008 I	-10,2	-87,0	34,5	-0,9	19,3	41,0	-58,9	16,6	-3,9	-3,8	-53,1	-76,1
2007 Abr	-2,0	-23,2	20,7	-20,2	-11,9	41,2	-8,7	23,1	-9,5	-50,6	-41,1	-42,3
May	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,7	-9,6	-13,5
Jun	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,8	48,7	55,7
Jul	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	8,2
Ago	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-48,9	-51,1
Sep	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	4,8	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,3	-24,4
Oct	6,2	-36,8	55,3	-22,3	-17,8	2,4	-29,3	6,5	-6,0	44,6	3,0	11,9
Nov	5,1	-26,4	37,0	-9,6	0,6	62,0	-15,5	12,8	-31,4	-1,0	33,7	28,6
Dic	6,7	-22,9	3,6	-10,9	1,1	-31,5	8,4	-7,5	-11,0	17,8	-46,2	-45,1
2008 Ene	-15,6	-38,8	15,2	22,8	3,0	15,4	-12,9	21,8	-13,0	-11,7	-13,8	-21,3
Feb	10,4	-29,9	13,0	-4,3	20,3	18,0	-18,1	-38,7	1,8	14,5	-13,0	-13,9
Mar	-5,0	-18,8	6,3	-20,7	-3,0	6,6	-27,7	32,0	7,3	-6,6	-29,6	-40,9
Abr	-8,7	22,8	-42,7	-9,1	-35,7	45,7	-1,3	-9,6	-14,2	-12,7	-65,4	-70,4
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2008 Abr	15,9	-328,4	196,9	-144,2	71,3	259,5	-276,5	217,7	-103,5	-66,1	-157,3	-176,3

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 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	543,6	246,4	313,7	995,0	1.075,8	604,7	184,3	256,7	771,1	130,0
2005	7,8	13,4	1.236,9	589,8	269,1	333,8	1.068,7	1.227,3	705,8	208,3	277,0	846,6	187,0
2006	11,6	13,7	1.383,7	686,4	296,5	365,6	1.182,8	1.397,3	856,6	216,5	304,5	943,5	224,6
2007	8,4	5,6	1.499,5	736,7	323,7	393,6	1.275,9	1.474,4	897,6	224,2	323,6	1.010,2	222,2
2006 IV	12,3	7,6	362,9	181,9	77,4	95,5	312,4	356,7	218,9	54,0	78,3	246,4	51,8
2007 I	9,0	5,2	367,7	180,7	79,6	96,7	312,0	359,1	216,3	57,0	79,8	250,3	47,5
II	9,4	3,6	369,6	181,2	80,1	96,8	316,6	360,0	220,2	53,7	79,2	249,5	52,5
III	10,1	6,4	380,7	187,2	81,8	100,2	325,8	375,1	227,1	57,3	82,4	259,4	57,5
IV	5,4	7,3	381,5	187,6	82,3	100,0	321,5	380,2	234,0	56,2	82,2	250,9	64,6
2008 I	6,8	9,4	395,8	194,2	83,9	104,1	332,2	395,9	247,0	56,5	81,4	255,7	69,2
2007 Nov	5,0	7,4	128,3	62,7	28,0	33,4	108,9	127,1	78,2	18,8	27,5	83,9	21,7
Dic	-0,3	5,0	124,6	61,3	26,4	32,9	103,9	125,9	79,3	18,0	26,7	82,2	22,8
2008 Ene	10,2	12,7	132,4	65,3	28,2	35,1	111,1	133,9	82,9	19,3	27,9	86,2	24,6
Feb	13,1	10,2	134,4	66,1	28,5	35,2	113,3	131,9	82,1	18,7	27,2	86,2	20,8
Mar	-1,8	5,4	129,0	62,9	27,1	33,8	107,8	130,1	82,0	18,6	26,3	83,3	23,9
Abr	16,3	16,3	137,0	.	.	.	112,0	134,8	.	.	.	83,2	.
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	118,5	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,6	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,2	131,3	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,1	141,5	138,8	150,9	139,4	142,1	125,9	119,9	136,6	138,3	133,7	107,1
2006 IV	9,6	6,0	139,3	140,5	145,9	137,0	140,8	125,2	122,6	130,1	134,8	131,0	111,4
2007 I	7,2	6,3	140,0	137,4	148,9	137,1	139,4	126,2	121,2	137,5	137,0	132,4	108,0
II	6,5	3,4	139,1	136,1	148,9	137,3	140,5	124,3	119,4	131,8	136,9	132,2	105,8
III	7,4	5,3	143,2	140,5	152,2	141,4	144,7	126,7	119,5	140,0	139,2	136,6	106,5
IV	3,3	1,6	143,6	141,0	153,5	141,8	143,6	126,3	119,4	137,0	140,0	133,6	108,0
2008 I	3,9	-0,9	146,6	142,7	154,1	145,9	147,2	125,9	119,6	136,9	137,0	134,4	108,1
2007 Nov	2,9	1,2	144,9	141,4	157,4	142,2	146,2	126,2	119,1	137,5	140,9	133,8	106,1
Dic	-2,2	-1,3	140,4	138,5	147,0	140,0	139,3	124,3	119,8	131,9	136,0	131,5	110,0
2008 Ene	6,9	2,1	147,6	144,6	155,3	148,3	148,2	128,3	121,6	139,9	139,8	135,7	116,8
Feb	9,9	0,0	149,1	145,6	158,2	147,4	150,4	126,3	119,9	135,0	137,1	135,6	98,6
Mar	-4,1	-4,7	143,1	137,9	148,8	142,0	143,1	123,2	117,3	135,8	134,1	131,8	109,0
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	2,8	10,4	108,3	111,2	101,7	109,2	104,6	123,0	139,9	90,1	107,7	103,7	208,7
2007 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	10,5	108,0	110,7	101,7	108,7	104,3	122,5	138,5	90,1	108,7	103,8	205,9
Feb	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,6	139,2	90,5	107,9	103,9	206,0
Mar	2,4	10,6	108,5	111,7	102,2	109,1	104,8	123,9	142,0	89,6	106,6	103,3	214,1
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		Africa	América Latina	Otros países	
		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	98,2
2005	1.236,9	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	107,2
2006	1.383,7	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,6
2007	1.499,5	33,8	55,3	228,8	219,8	67,1	81,9	40,9	195,2	296,2	60,2	34,2	87,2	61,3	132,1
2006 IV	362,9	8,2	13,2	54,8	51,3	15,7	20,8	9,7	51,2	72,0	14,8	8,7	20,1	14,2	31,8
2007 I	367,7	8,3	13,5	56,7	52,4	15,7	20,5	10,2	49,9	72,2	14,4	8,7	21,4	14,8	32,3
II	369,6	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,0	9,9	48,6	73,0	14,8	8,8	21,4	15,4	32,4
III	380,7	8,5	14,2	58,7	56,3	17,2	20,6	10,3	49,4	75,0	15,3	8,5	22,2	15,6	32,7
IV	381,5	8,5	13,7	57,4	57,3	17,6	20,8	10,5	47,3	76,0	15,7	8,2	22,2	15,6	34,7
2008 I	395,8	8,9	13,9	57,4	60,5	19,3	20,8	11,8	48,6	78,6	16,8	8,5	23,8	16,0	36,2
2007 Nov	128,3	2,8	4,5	19,2	19,2	5,9	7,0	3,6	15,9	25,3	5,1	2,7	7,3	5,2	12,4
	124,6	2,8	4,5	18,9	18,9	5,8	6,8	3,5	15,1	25,5	5,3	2,8	7,5	5,0	10,1
2008 Ene	132,4	2,9	4,6	19,7	20,2	6,3	6,9	4,0	16,5	26,2	5,8	2,9	7,8	5,3	12,0
	134,4	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,9	26,4	5,5	2,9	8,0	5,4	13,0
	129,0	3,0	4,6	18,5	19,9	6,6	7,0	3,8	15,3	26,0	5,5	2,8	7,9	5,3	11,2
	137,0	.	.	.	.	6,7	7,3	3,8	16,1	26,7	5,9	2,8	8,1	5,3	.
	en porcentaje del total de exportaciones														
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	144,8	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,2
2005	1.227,3	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	1.397,3	28,5	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.474,4	28,1	51,6	167,7	174,4	97,4	67,1	32,2	131,1	445,3	170,1	58,5	112,6	74,6	92,2
2006 IV	356,7	7,1	12,7	40,9	41,0	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,8	14,4	27,8	17,4	23,5
2007 I	359,1	7,0	12,9	40,8	41,4	22,6	16,9	7,9	33,4	110,7	42,5	14,9	26,5	18,1	20,9
II	360,0	7,1	12,8	41,6	42,5	23,8	16,5	7,9	32,1	107,6	39,9	14,3	26,9	18,3	23,0
III	375,1	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	23,7
IV	380,2	6,7	13,2	42,5	45,7	27,4	16,5	8,3	32,2	112,6	43,3	14,4	31,1	19,4	24,5
2008 I	395,9	7,2	14,0	43,6	48,1	28,1	16,9	8,4	33,9	116,1	43,4	14,7	33,9	19,5	26,2
2007 Nov	127,1	2,3	4,4	14,2	15,4	9,2	5,5	2,8	11,0	37,1	14,4	4,6	10,2	6,5	8,5
	125,9	2,2	4,5	14,0	14,9	9,2	5,4	2,8	10,5	37,6	14,1	4,8	11,4	6,4	7,0
2008 Ene	133,9	2,3	4,7	14,9	15,9	9,5	5,5	2,8	11,5	39,5	14,9	4,8	11,5	6,6	9,2
	131,9	2,6	4,7	14,5	16,1	9,2	5,8	2,8	11,1	38,3	14,5	5,0	11,3	6,4	9,1
	130,1	2,3	4,7	14,2	16,1	9,4	5,5	2,8	11,3	38,3	14,0	4,8	11,1	6,5	7,9
	134,8	.	.	.	.	9,8	5,7	2,9	11,0	38,3	14,4	4,8	12,3	6,7	.
	en porcentaje del total de importaciones														
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	6,2
	Saldo														
2004	66,7	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,2	-83,6	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	22,0
2005	9,5	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,4	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	23,0
2006	-13,6	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	74,0	-146,9	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	27,6
2007	25,2	5,7	3,7	61,1	45,4	-30,3	14,8	8,7	64,1	-149,2	-110,0	-24,2	-25,5	-13,3	40,0
2006 IV	6,2	1,1	0,5	13,9	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,7	-36,1	-25,0	-5,6	-7,7	-3,2	8,3
2007 I	8,6	1,3	0,6	15,9	11,0	-7,0	3,6	2,3	16,4	-38,5	-28,1	-6,2	-5,2	-3,3	11,3
II	9,6	1,4	1,2	14,5	11,3	-7,1	3,5	2,0	16,5	-34,5	-25,1	-5,5	-5,5	-3,0	9,4
III	5,6	1,2	1,4	15,9	11,4	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,5	-29,2	-6,3	-5,9	-3,2	9,0
IV	1,4	1,8	0,5	14,9	11,7	-9,8	4,3	2,2	15,1	-36,7	-27,6	-6,2	-8,9	-3,8	10,2
2008 I	-0,1	1,7	-0,1	13,8	12,4	-8,8	4,0	3,3	14,7	-37,5	-26,6	-6,2	-10,2	-3,5	10,1
2007 Nov	1,3	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	4,9	-11,9	-9,2	-1,9	-2,8	-1,3	3,9
	-1,3	0,6	0,0	4,8	4,0	-3,3	1,4	0,7	4,6	-12,1	-8,8	-2,0	-3,9	-1,4	3,1
2008 Ene	-1,5	0,7	0,0	4,8	4,3	-3,3	1,4	1,1	5,0	-13,3	-9,1	-2,0	-3,7	-1,3	2,8
	2,5	0,4	0,0	4,7	4,3	-2,7	1,2	1,2	5,7	-11,9	-9,0	-2,1	-3,3	-1,0	3,9
	-1,1	0,7	0,0	4,3	3,8	-2,8	1,4	0,9	4,0	-12,3	-8,5	-2,1	-3,1	-1,2	3,3
	2,2	.	.	.	.	-3,1	1,5	0,9	5,2	-11,6	-8,5	-1,9	-4,1	-1,4	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,2	101,9	109,7	103,8
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	98,7	101,5	110,0	103,5
2007	107,7	108,3	106,8	106,0	101,6	104,7	114,2	106,6
2007 II	107,1	107,7	106,1	105,5	101,8	104,4	113,5	106,0
III	107,6	108,2	106,8	106,0	101,3	104,7	114,1	106,5
IV	110,5	111,2	109,6	108,5	104,1	107,5	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,1	111,3	110,7	105,9	109,5	119,4	110,8
II	115,7	115,8	113,6	-	-	-	122,6	113,5
2007 Jun	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
Jul	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,3
Ago	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,1
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
Nov	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,7
Dic	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,5
2008 Ene	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9
Feb	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
Mar	114,6	115,0	112,8	-	-	-	121,5	112,9
Abr	116,0	116,1	114,0	-	-	-	123,1	113,9
May	115,5	115,7	113,4	-	-	-	122,4	113,4
Jun	115,4	115,6	113,4	-	-	-	122,4	113,3
% variación sobre mes anterior								
2008 Jun	0,0	-0,1	0,0	-	-	-	0,0	-0,1
% variación sobre año anterior								
2008 Jun	7,9	7,6	7,1	-	-	-	8,1	7,3

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

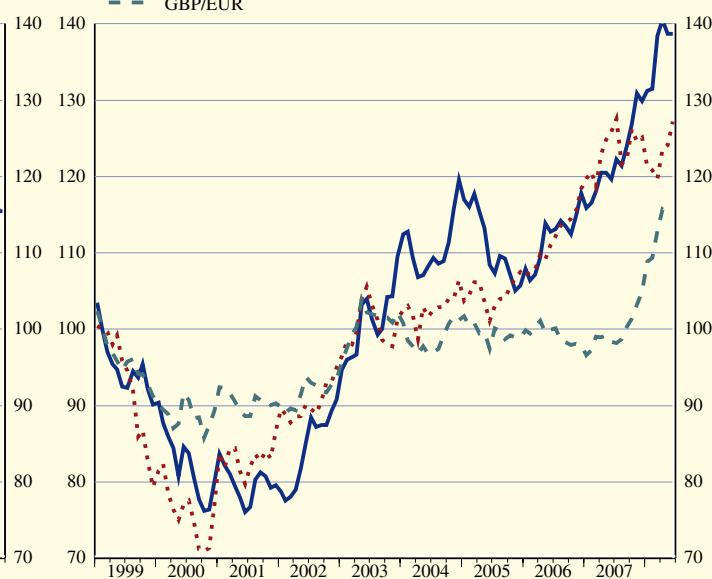
C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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



— USD/EUR
- - - JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 IV	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
II	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1.590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
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
Feb	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
Mar	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
Abr	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
May	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
Jun	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1.604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
	% variación sobre mes anterior											
2008 Jun	0,0	0,7	-0,1	0,0	2,4	-0,7	-0,5	0,1	0,1	1,8	1,6	-0,2
	% variación sobre el año anterior											
2008 Jun	0,2	0,5	17,2	15,9	1,0	-2,4	28,9	15,8	3,2	10,6	-0,8	2,6
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 IV	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
II	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717	
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	
Feb	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
Mar	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309	
Abr	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500	
May	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408	
Jun	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Jun	-3,1	0,0	0,6	0,0	-2,1	-0,9	-3,6	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	
	% variación sobre el año anterior											
2008 Jun	-14,8	0,0	1,0	0,0	-3,1	-11,4	-10,8	0,0	13,4	-1,2	8,3	
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandes	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 IV	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
II	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437	
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	
Feb	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
Mar	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848	
Abr	2,6602	11,0237	116,65	14.497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752	
May	2,5824	10,8462	117,46	14.436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942	
Jun	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Jun	-2,5	-1,1	5,0	0,1	1,2	-1,1	2,1	3,0	-0,4	4,0	3,4	
	% variación sobre el año anterior											
2008 Jun	-2,9	4,8	46,3	19,8	9,6	10,4	15,1	11,2	5,7	28,3	18,8	

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
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	7,1	3,4	11,6	17,4	11,9	6,8	4,3	8,7	3,7	3,2	3,0
May	14,0	6,8	3,6	11,4	17,7	12,3	6,9	4,3	8,5	4,0	3,9	3,3
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 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
May	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
Tipos de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2007 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
May	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
PIB real												
2006	6,3	6,8	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,6	1,8	7,1	10,3	8,8	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 III	4,9	6,5	1,6	6,4	10,9	10,4	1,0	6,3	5,7	9,4	2,6	3,1
IV	6,9	6,3	1,9	4,8	8,1	8,5	0,5	6,7	6,6	14,3	2,6	2,8
2008 I	7,0	5,3	-	0,1	3,3	6,8	0,8	6,4	8,2	8,7	2,3	2,3
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,9	2,9	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,2	-16,6	-20,9	-11,9	-3,8	-2,7	-13,5	-4,7	8,1	-4,1
2007 III	-11,8	-4,4	2,4	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-5,2
IV	-25,1	-2,1	1,6	-14,2	-13,2	-10,2	-2,4	-1,9	-13,5	-6,8	9,1	-2,5
2008 I	-22,7	3,8	-2,1	-11,2	-18,3	-14,0	-1,3	-3,3	-14,1	-0,5	10,4	-2,2
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	0,2	-	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	2,5	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,6	2,1
IV	14,5	1,1	3,1	19,1	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	2,1
2008 I	16,8	5,1	-	19,1	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,6
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,4	7,0	5,3
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,2	5,3
2007 III	6,7	5,1	3,9	4,4	6,1	4,1	7,3	9,2	6,3	11,2	5,9	5,2
IV	6,1	4,9	3,4	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 I	6,2	4,5	3,0	4,2	6,0	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,7	5,1
2008 Ene	6,3	4,6	3,2	4,1	6,1	4,6	7,7	8,0	6,0	10,5	5,7	5,1
Feb	6,2	4,5	3,0	4,3	6,0	4,6	7,7	7,7	6,0	10,4	5,7	5,1
Mar	6,1	4,4	2,9	4,2	6,0	4,5	7,6	7,5	6,0	10,3	5,6	5,2
Abr	5,7	4,4	2,7	4,2	5,5	4,4	7,6	7,6	-	10,5	5,4	-
May	5,7	4,4	2,7	4,1	5,6	4,3	7,6	7,5	-	10,5	5,2	-

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

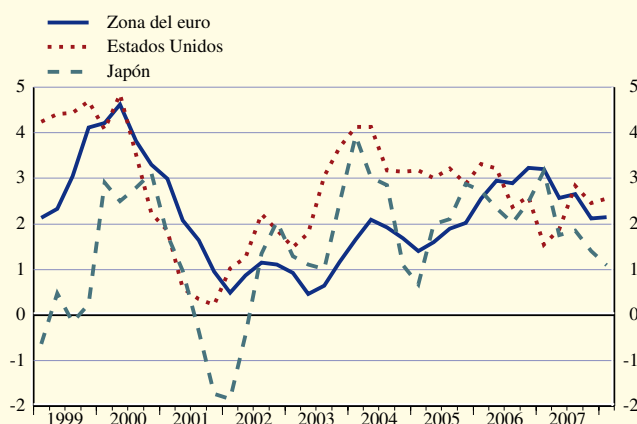
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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), 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	2,1	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 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	-0,2	2,5	2,0	4,9	6,4	3,26	4,24	1,4976	.	.
II	.	.	.	.	.	.	2,75	4,81	1,5622	.	.
2008 Feb	4,0	-	-	1,9	4,8	6,7	3,09	4,47	1,4748	-	-
Mar	4,0	-	-	1,3	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
Abr	3,9	-	-	0,0	5,0	6,5	2,79	4,59	1,5751	-	-
May	4,2	-	-	-0,1	5,5	6,3	2,69	4,82	1,5557	-	-
Jun	.	-	-	.	.	.	2,77	4,81	1,5553	-	-
Japón											
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,7	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 II	-0,1	-1,4	1,7	2,3	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
III	-0,1	-1,5	1,8	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
IV	0,5	-2,0	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	1,0	.	1,3	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 Feb	1,0	-	-	5,1	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
Mar	1,2	-	-	-0,6	3,8	2,2	0,97	1,48	156,59	-	-
Abr	0,8	-	-	1,9	4,0	1,9	0,92	1,76	161,56	-	-
May	1,3	-	-	1,2	4,0	2,0	0,92	2,00	162,31	-	-
Jun	.	-	-	.	.	.	0,92	1,88	166,26	-	-

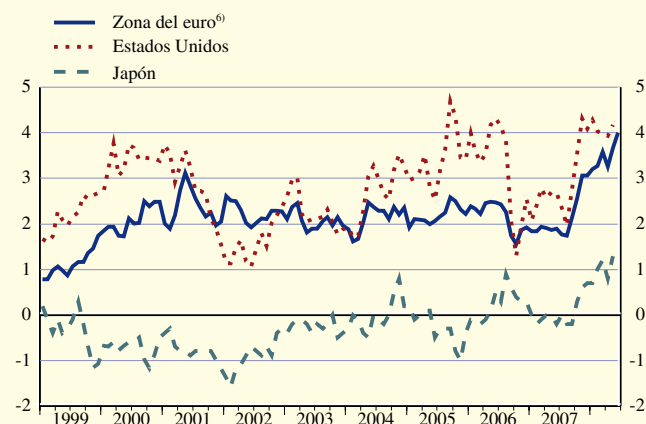
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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 derivan de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

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 2 de julio 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 período 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 periodo 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 periodo de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁸, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

⁸ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

⁹ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹⁰, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹¹. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmf.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

10 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

11 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como por ejemplo préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de valor unitario se presentan sin ajustes, mientras que los datos de comercio en términos nominales y en términos reales son desestacionalizados y ajustados por días 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 mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.





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 abril y junio del 2008. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

«Informe Anual 2007», abril 2008.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.

«Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.

«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.

«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», por K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.
- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», junio 2008.

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. Wölflinger, 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. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation», por L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.

- 83 «The predictability of monetary policy», por T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», por G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.
- 85 «Benchmarking the Lisbon Strategy», por D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, Mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», por M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, Junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», by a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, Junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – Emerging Europe versus emerging Asia», por S. Herrmann y A. Winkler, Junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», por R. Gomez-Salvador y N. Leiner-Killinger, Junio 2008.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Dées, 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.
- 904 «Does money matter in the IS curve? The case of the UK» por B. E. Jones y L. Stracca, Junio 2008.
- 905 «A persistence-weighted measure of core inflation in the euro area» por L. Bilke y L. Stracca, Junio 2008.
- 906 «The impact of the euro on equity markets: a country and sector decomposition» por L. Cappiello, A. Kadareja y S. Manganelli, Junio 2008.
- 907 «Globalisation and the euro area: simulation based analysis using the New Area Wide Model» por P. Jacquinot y R. Straub, Junio 2008.
- 908 «3-step analysis of public finances sustainability: the case of the European Union» por A. Afonso y C. Rault, Junio 2008.
- 909 «Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis» por C. Ewerhart y J. Tapking, Junio 2008.
- 910 «How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches» por M. Scheicher, Junio 2008.
- 911 «Global liquidity glut or global savings glut? A structural VAR approach» por T. Bracke y M. Fidora, Junio 2008.
- 912 «Labour cost and employment across euro area countries and sectors» por B. Pierluigi y M. Roma, Junio 2008.
- 913 «Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach» por L. Cappiello, M. Lo Duca y A. Maddaloni, Junio 2008.
- 914 «Evolution and sources of manufacturing productivity growth: evidence from a panel of European countries» por S. Giannangeli y R. Gómez-Salvador, Junio 2008.
- 915 «Medium run redux: technical change, factor shares and frictions in the euro area» por P. McAdam y A. Willman, Junio 2008.

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.

«Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», 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 periodo. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-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.