



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL  
ABRIL

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL ABRIL 2008

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

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

© Banco Central Europeo, 2008

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 13446000

**Télex**

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística  
para elaborar este Boletín se ha cerrado  
el 9 de abril de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



# ÍNDICE

## EDITORIAL

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	34
Producto, demanda y mercado de trabajo	44
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	53

### Recuadros

1 Evolución reciente de las primas de liquidez de los mercados de renta fija e implicaciones para las tasas de inflación implícitas	27
2 Evolución reciente de la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro	36
3 La actualización del 2008 de las directrices integradas de la estrategia de Lisboa	47
4 Evolución de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro	57

## ARTÍCULOS

La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas	61
Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro	75
Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE	81

## ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

## ANEXOS

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	III
Glosario	IX

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 10 de abril de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente ha confirmado la existencia de fuertes presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación. La zona del euro atraviesa un período considerablemente prolongando de tasas de inflación interanuales temporalmente elevadas, como resultado principalmente del aumento de los precios de la energía y de los alimentos. La información más reciente también ha corroborado claramente la valoración del Consejo de Gobierno de que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de gran vigor de la expansión monetaria y crediticia. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos. Los últimos datos macroeconómicos continúan apuntando a un crecimiento moderado, aunque sostenido, del PIB real. No obstante, el nivel de incertidumbre derivado de las perturbaciones de los mercados financieros sigue siendo excepcionalmente elevado y es posible que las tensiones se prolonguen más de lo inicialmente previsto. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya que su objetivo principal es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo de acuerdo con el mandato que tiene encomendado. El firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a más largo plazo es la prioridad fundamental del Consejo de Gobierno, sin que exista margen de complacencia en este respecto. El Consejo de Gobierno considera que la actual orientación de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo y mantiene su firme compromiso de impedir la aparición de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Comenzando por el análisis económico, de acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, tras registrar una tasa del 0,7% en el trimestre anterior. La información más reciente sobre la actividad económica también respalda las expectativas anteriores de crecimiento moderado, aunque sostenido, en el primer trimestre del 2008. En general, la economía de la

zona del euro se apoya en fundamentos sólidos y no presenta desequilibrios importantes.

De cara al futuro, se espera que tanto la demanda interna como externa respalden la continuación del crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 2008, aunque a tasas inferiores a las del 2007. Pese a esta moderación, el crecimiento de la economía mundial mantendrá su solidez beneficiándose, en particular, del intenso crecimiento de economías emergentes. Esto debería seguir sirviendo de apoyo a la demanda externa de la zona del euro. Asimismo, el crecimiento de la inversión debería continuar favoreciendo la actividad económica, por cuanto la utilización de la capacidad productiva es elevada, la rentabilidad empresarial se ha mantenido y no existen señales significativas de restricciones en la oferta de préstamos bancarios. Paralelamente, como resultado de la mejora de la situación económica y de la moderación salarial, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente y las tasas de desempleo han disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Pese al efecto moderador del aumento de los precios de la energía y de los alimentos sobre el poder adquisitivo, el crecimiento del consumo debería continuar contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible.

La incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada y continúan existiendo riesgos a la baja. Estos riesgos están relacionados principalmente con las perturbaciones en los mercados financieros, que podrían prolongarse durante un período más largo de lo previsto inicialmente y tener un impacto sobre la economía real más generalizado de lo actualmente esperado. Asimismo, los riesgos a la baja también tienen origen en el efecto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevos aumentos no previstos de los precios de la energía y de los alimentos, así como en las presiones proteccionistas y en una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 3,5% en

marzo del 2008, frente al 3,3% registrado en febrero. Esto confirma la persistencia y reciente intensificación de las presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación, derivadas, principalmente, de los fuertes incrementos de los precios de la energía y de los alimentos de los últimos meses. En cuanto al futuro, es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles significativamente superiores al 2% en los próximos meses y que se modere de forma sólo gradual durante el 2008. En consecuencia, la zona del euro atraviesa un período considerablemente prolongado de tasas de inflación interanuales temporalmente elevadas.

Las perspectivas de inflación a medio plazo siguen estando sujetas a riesgos claramente al alza, entre los que se incluye la posibilidad de nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos, así como de aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Lo que es más importante, existe el riesgo de que el proceso de fijación de precios y salarios pudiera intensificar las presiones inflacionistas. En particular, es posible que la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia, resulte mayor de lo previsto y que el crecimiento de los salarios sea más dinámico de lo esperado, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva y la ausencia de holguras en los mercados de trabajo.

En estas circunstancias, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades. Deben evitarse efectos de segunda vuelta derivados del impacto del aumento de los precios de la energía y de los alimentos sobre el proceso de fijación de precios y salarios. El Consejo de Gobierno considera que esto es fundamental para mantener la estabilidad de precios a medio plazo y, en consecuencia, el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las negociaciones salariales en la zona del euro. En este contexto, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación la existencia de esquemas de indiciación de los salarios nominales a los precios de consumo. Estos esquemas comportan un riesgo de perturbaciones alcistas sobre la inflación, que darían lugar a una espiral de precios y sa-

larios perjudicial para el empleo y la competitividad de los países. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a que se eviten estos esquemas.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a más largo plazo. El crecimiento interanual de M3 mantuvo su fortaleza situándose en el 11,3% en febrero, respaldado por el continuado dinamismo del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. Aunque el crecimiento interanual de M1 ha continuado moderándose durante los últimos meses, debido a que el aumento de los tipos de interés a corto plazo ha incrementado el coste de oportunidad del mantenimiento de los componentes más líquidos de M3, el crecimiento de los depósitos a plazo sigue siendo extremadamente vigoroso. Esto es reflejo del perfil relativamente plano de la curva de rendimientos, que ha hecho que los activos monetarios remunerados a tipos de interés próximos a los del mercado resulten más atractivos que los instrumentos a más largo plazo de mayor riesgo. En general, el impacto de la curva de rendimientos plana y otros factores de naturaleza temporal sugieren que actualmente el crecimiento interanual de M3 sobrestima el ritmo de crecimiento monetario subyacente. No obstante, aun teniendo en cuenta estos factores específicos, el análisis general de los datos más recientes confirma que la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo elevada.

Aunque el aumento del endeudamiento de los hogares se ha moderado durante los últimos meses, como reflejo de la influencia de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 y del enfriamiento de los mercados de la vivienda en algunos lugares de la zona del euro, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras ha mantenido su notable fortaleza. El endeudamiento bancario de las sociedades no financieras de la zona del euro ha crecido a una tasa interanual del 14,8% en el período de doce meses hasta febrero del 2008. En general, los préstamos al sector privado interno se han incrementado a un ritmo anual de en torno al 11% durante los dos últimos años.

Por el momento, existe poca evidencia de que las perturbaciones observadas en los mercados financieros desde principios de agosto del 2007 hayan

influido significativamente en la evolución general del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios. Pese al endurecimiento de los criterios para la concesión de créditos que se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, el crecimiento intenso y continuado de los préstamos a sociedades no financieras sugiere que, hasta ahora, las perturbaciones no han afectado significativamente a la oferta de crédito a empresas en la zona del euro. Se necesitarán nuevos datos y análisis para obtener un cuadro más preciso de la influencia de la evolución de los mercados financieros en los balances de las entidades de crédito, en las condiciones de financiación y en la expansión monetaria y crediticia.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma claramente la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de gran vigor de la expansión monetaria y crediticia en el que no existen señales significativas de restricciones en la oferta de préstamos bancarios a hogares y sociedades no financieras. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos. Los últimos datos macroeconómicos siguen apuntando a un crecimiento moderado, aunque sostenido, del PIB real. No obstante, el nivel de incertidumbre derivado de las perturbaciones de los mercados financieros sigue siendo excepcionalmente elevado y es posible que las tensiones se prolonguen más de lo inicialmente previsto. En este contexto, el Consejo de Gobierno subraya que el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a más largo plazo es absolutamente prioritario. El Consejo de Gobierno considera que la actual orientación de la política monetaria favorecerá la consecución de este objetivo y mantiene su firme compromiso de impedir la aparición de efectos de segunda vuelta y la materialización de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. El Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En lo concerniente a las políticas fiscales, las intenciones expresadas en la última actualización de los programas de estabilidad implican un aumento de la ratio de déficit público de la zona del euro en el 2008. Es probable que surjan nuevas presiones pre-

supuestarias derivadas de la actual revisión a la baja de supuestos macroeconómicos excesivamente optimistas y de la intensificación de las exigencias políticas a favor de la relajación presupuestaria. En esta situación, los países con desequilibrios presupuestarios han de seguir avanzando en lo relativo al saneamiento estructural, en consonancia con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En las circunstancias actuales, políticas fiscales particularmente prudentes orientadas a la estabilidad también contribuirían a la contención de las presiones inflacionistas.

Respecto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el lanzamiento por el Consejo Europeo del ciclo 2008-2010 de la estrategia de Lisboa renovada para el crecimiento y el empleo. Las tendencias favorables de los mercados de trabajo de la zona del euro sugieren que las reformas económicas están surtiendo efecto. Sin embargo, quedan numerosos retos por superar puesto que el nivel general de empleo sigue siendo inferior al objetivo del 70% establecido en Lisboa y el desempleo se mantiene en niveles inaceptablemente elevados. Asimismo, el crecimiento de la productividad continúa siendo débil, lo que dificulta el crecimiento de la renta general. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a los países de la zona del euro a intensificar sus esfuerzos de reforma dirigidos, en particular, a fomentar la integración del mercado y a reducir las rigideces de los mercados de trabajo y productos que restringen la competencia, la flexibilidad del empleo y la diferenciación salarial. El Consejo de Gobierno apoya estos esfuerzos, que promoverán el empleo y el crecimiento potencial y contribuirán a moderar las presiones sobre los precios.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se analiza la importancia de las situaciones financieras de las empresas para la dinámica de inversión en la zona del euro. En el segundo se describen algunas herramientas estadísticas basadas en indicadores de mayor frecuencia útiles para la predicción a corto plazo del PIB de la zona del euro. En el tercero se presentan las principales iniciativas en el ámbito de la UE encaminadas a reforzar los mecanismos de estabilidad financiera.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Tanto la debilidad de la actividad económica en Estados Unidos como la elevada volatilidad de los mercados financieros están teniendo un efecto moderador sobre el ritmo de expansión de la economía mundial. No obstante, el robusto crecimiento económico de los mercados emergentes, especialmente de Asia, continúa respaldando la actividad económica mundial. La inflación general, medida por los precios de consumo, sigue siendo elevada en los países de la OCDE como resultado de las persistentes presiones al alza sobre los precios de las materias primas. En general, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial continúan situándose a la baja.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Tanto la debilidad de la actividad económica en Estados Unidos como la elevada volatilidad de los mercados financieros están teniendo un efecto moderador sobre el ritmo de expansión de la economía mundial. No obstante, el robusto crecimiento económico de los mercados emergentes, especialmente de Asia, continúa respaldando la actividad económica mundial. La evidencia de las encuestas indicaba en febrero que dicha actividad podría experimentar una desaceleración en los próximos meses, como consecuencia de un nuevo debilitamiento en el sector manufacturero.

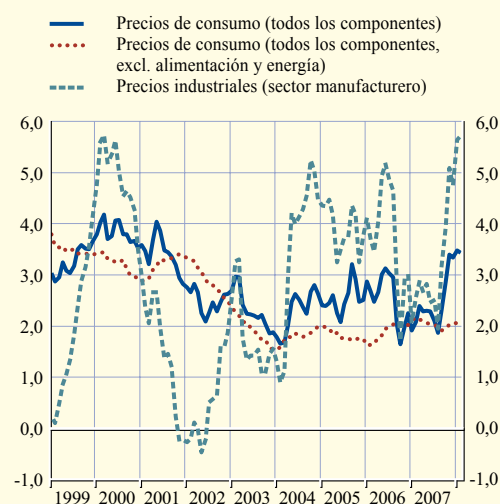
La inflación general, medida por los precios de consumo, sigue siendo elevada en los países de la OCDE como consecuencia de las persistentes presiones al alza sobre los precios de las materias primas (véase gráfico 1). Para este grupo de países, la tasa de variación interanual del IPC fue del 3,4% en febrero (frente al 3,5% de enero), mientras que el IPC excluidos los alimentos y la energía no experimentó variación, manteniéndose en una tasa interanual del 2%. La evidencia de las encuestas sobre los precios mundiales de los consumos intermedios sugiere que las presiones de los costes siguen siendo altas, especialmente en el sector manufacturero.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos el ritmo de la actividad económica experimentó una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre del 2007 con respecto a las tasas de crecimiento superiores a la tendencial observadas en el segundo y el tercer trimestres. Según las últimas estimaciones, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 0,6% en el último trimestre del año, frente al 4,9% observado en el trimestre anterior. La magnitud de la desaceleración tiene relación, en parte, con la corrección de las existencias, que restó 1,8 puntos porcentuales al crecimiento anualizado del PIB en el cuarto trimestre. Además, el empeoramiento de la contracción de la inversión residencial (en más un 25% en tasa intertrimestral anualizada) siguió siendo uno de los principales lastres para la economía. Otros componentes de la demanda interna se mantuvieron relativamente firmes a finales del 2007, al igual que la demanda exterior neta. Sin embargo, los indicios de las encuestas y de los datos sobre la actividad mensual sugieren que la desaceleración de la economía estadounidense podría haberse intensificado en los tres primeros meses del 2008.

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación general medida por el IPC se situó en el 4% en febrero, frente al 4,3% de enero. No obstante, las posteriores subidas de los precios de la energía hasta los nuevos máximos alcanzados en marzo podrían ejercer cierta presión al alza sobre la inflación general en el corto plazo. El índice del IPC subyacente (excluidos los alimentos y la energía) se elevó un 2,3% en febrero en comparación con un año antes.

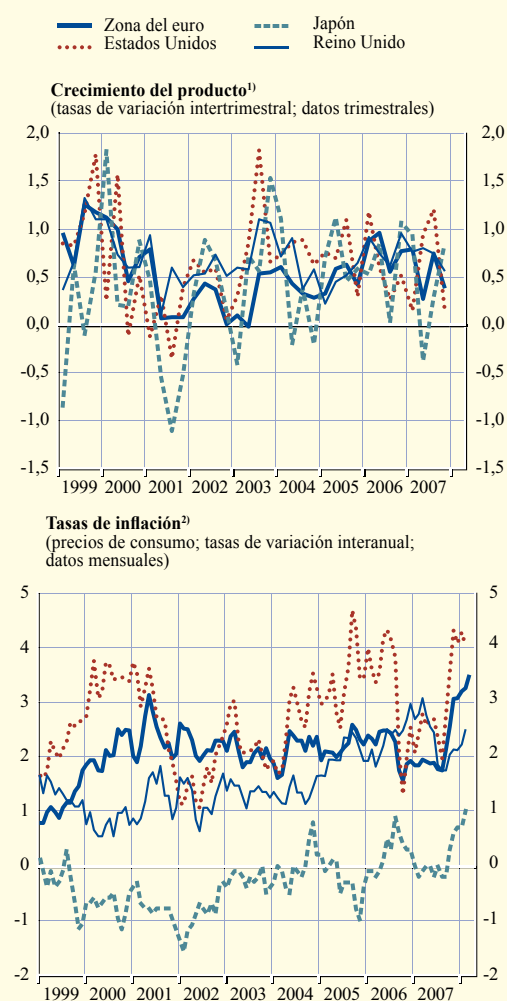
El 18 de marzo el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar en 75 puntos básicos, hasta el 2,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Además, la Reserva Federal redujo el diferencial entre dichos fondos y los tipos de descuento hasta 25 puntos básicos y ha utilizado otros instrumentos de política monetaria como la introducción de los nuevos servicios de crédito a los acreedores de mercado y de préstamo a plazo de valores (*Primary Dealer Credit Facility* y *Term Securities Lending Facility*, respectivamente).

### JAPÓN

En Japón, se ha producido una desaceleración de la actividad económica en los últimos meses tras la revisión de la Ley de Normas de Edificación en junio del 2007, que se tradujo en un significativo descenso de las viviendas iniciadas y de la construcción empresarial en el segundo semestre del año. Además, el crecimiento del consumo privado ha seguido siendo limitado en un contexto de caída de la confianza de los consumidores y de aumento de la inflación general. En el cuarto trimestre del 2007, de acuerdo con los segundos datos provisionales publicados por la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,9% (desde el 0,3% registrado en el tercer trimestre), gracias al sólido crecimiento de las exportaciones y de la inversión empresarial a lo largo del trimestre.

La inflación, medida por los precios de consumo, ha vuelto a registrar cifras positivas en los últimos meses (véase gráfico 2), como resultado de la subida del precio de las materias primas importadas, mientras que las presiones inflacionistas internas han seguido siendo moderadas. En febrero del 2008, la tasa de variación interanual del IPC fue del 1%, frente al 0,7% de enero. Este incremento tuvo su origen, principalmente, en la inflación de los precios de la energía y los alimentos. La tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos y la energía, fue de -0,1%, la misma que en enero.

**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.

En su reunión de 7 de marzo de 2008, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, se prevé que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se haya moderado ligeramente en el primer trimestre del 2008, tras situarse en el 0,6% en el último trimestre del 2007. Aunque las ventas del comercio al por menor en los tres meses transcurridos hasta febrero aumentaron un 1% en los tres meses anteriores, los indicadores de confianza de los consumidores experimentaron un deterioro y el crecimiento de las ventas de productos principalmente no alimenticios fue débil. Además, el resumen de la coyuntura económica publicado por los agentes del Banco de Inglaterra en marzo indica de nuevo una caída de las intenciones de inversión y de empleo. En febrero del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó hasta el 2,5% desde el 2,2% de enero. La mayor contribución al alza procedió de las facturas del gas y la electricidad. Por otra parte, el crecimiento de los precios de producción de las manufacturas siguió siendo elevado en febrero, como resultado de las subidas de precios de los alimentos y de la gasolina, así como de la depreciación de la libra esterlina.

El 10 de abril de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió reducir el principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 5%.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En los otros grandes países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, las tendencias de crecimiento del PIB y los indicadores a corto plazo han seguido siendo heterogéneos. La inflación se mantiene en niveles más bien elevados.

En el cuarto trimestre del 2007, las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB en Dinamarca (0,4%) y Suecia (0,8%) se mantuvieron en los mismos niveles que la media de largo plazo observada en cada uno de los dos países o ligeramente por debajo de dichos niveles. Se prevé que el crecimiento económico se haya moderado ligeramente en el primer trimestre del 2008 en ambos países. Los indicadores de las encuestas de confianza de la Unión Europea de todos los sectores principales de estas dos economías han descendido por debajo de la media de largo plazo en los tres últimos meses. En febrero, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó hasta el 3,3% en Dinamarca, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de los bienes, mientras que en Suecia se redujo ligeramente hasta el 2,9%.

En tres de las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento del PIB experimentó una aceleración en el último trimestre del 2007. El dinamismo de la demanda interna fue el factor determinante del sólido crecimiento registrado en Polonia y Rumanía, mientras que, en la República Checa, la contribución de la demanda exterior neta también fue positiva. En Hungría, el crecimiento intertrimestral en el cuarto trimestre fue todavía muy débil (0,1%). Los indicadores de confianza de la Comisión Europea no sugieren ningún cambio de importancia en las tendencias de la actividad durante el primer trimestre del 2008 en estos cuatro países. En febrero del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC, se incrementó de nuevo en Rumanía (un 8%) y, en menor medida, en Polonia (4,6%); al mismo tiempo, se redujo ligeramente en la República Checa (7,6%) y en Hungría (6,7%). El aumento de la inflación en Rumanía y Polonia es atribuible, en su mayor parte, a las subidas de los precios de la energía, mientras que la progresiva desaparición del impacto de las alzas de precios del pasado año se tradujo en un descenso de la inflación interanual en la República Checa y en Hungría. El 26 de marzo, la Banca Națională a României y el Narodowy Bank Polski elevaron sus principales tipos de interés oficiales en 50 y 25 puntos básicos (hasta el 9,50% y el 5,75%), respectivamente, y el Magyar Nemzeti Bank los elevó en 50 puntos básicos, hasta el 8%, el 31 de marzo.



## **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica siguió siendo sólida en los primeros meses del 2008. Si bien se observan algunas señales de moderación del crecimiento de las exportaciones, como consecuencia del deterioro del entorno exterior, la demanda interna continuó siendo robusta y contribuyó a sostener el crecimiento total. Los elevados precios de los alimentos y las materias primas han provocado nuevos incrementos de los precios de consumo, y la subida de los precios en las primeras etapas de la producción indica que las presiones inflacionistas podrían seguir siendo intensas en los próximos meses.

En China, la producción industrial creció un 15,7% en tasa interanual en el período comprendido entre enero y febrero. La desaceleración con respecto al 17,4% registrado en diciembre del 2007 se debió, en parte, al nuevo debilitamiento de la demanda mundial, pero también a factores transitorios como los cortes de energía y de abastecimientos a escala local provocados este año por las adversas condiciones climáticas. Como resultado del deterioro de las condiciones externas y de la solidez de la demanda interna, la balanza comercial acumulada correspondiente a enero y febrero del 2008 se situó en 28 mm de dólares estadounidenses, lo que representa una caída del 30% en comparación con el mismo período del año anterior. La inflación interanual medida por el IPC ascendió al 8,7% en febrero, impulsada principalmente por la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. La constante presión al alza de los costes de una gama de productos básicos, recursos energéticos y materias primas aumentó el riesgo de que se produzcan alzas de precios más pronunciadas en un segmento más amplio de bienes de consumo. En marzo, el Banco Central de la República Popular China elevó de nuevo las reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 15,5%.

## **AMÉRICA LATINA**

En América Latina, se han mantenido las altas tasas de expansión de la actividad económica, impulsadas por la sólida demanda interna y los elevados precios de las materias primas. En Brasil, el crecimiento del PIB real aumentó a una tasa interanual del 6,1% en el cuarto trimestre del 2007, frente al 5,6% registrado en el tercero. El consumo privado y la inversión fueron los principales motores del crecimiento. Además, el consumo privado continuó siendo vigoroso en enero de este año, registrándose un incremento de las ventas del comercio al por menor del 10,9% en comparación con un año antes. La actividad también siguió siendo sólida en Argentina, con una expansión del PIB real del 9,2%, en comparación con un año antes en el cuarto trimestre del 2007. No obstante, se mantuvo la intensidad de las presiones inflacionistas, registrándose una tasa de inflación interanual del 8,4% en febrero del 2008. En México, la producción industrial repuntó en enero incrementándose un 3,1% en comparación con un año antes. La tasa de inflación interanual se situó en el 3,7% en febrero, prácticamente sin cambios desde diciembre.

## **I. 2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS**

En un contexto de tensiones en las variables fundamentales, los precios del petróleo alcanzaron niveles históricamente altos y se tornaron cada vez más volátiles en marzo y en los primeros días de abril en un clima de incertidumbre en el mercado y de tensiones geopolíticas. Los precios del Brent aumentaron hasta máximos muy por encima de los 100 dólares estadounidenses el barril a mediados de marzo (el máximo del 17 de marzo fue de 107,4 dólares) para situarse en un nivel de 106,5 dólares el 9 de abril. En dólares estadounidenses, los precios del petróleo subieron en torno a un 13% entre comienzos del año y el 9 de abril, pero en euros, la subida fue de sólo un 5%. La OPEP, en su reunión de 5 de marzo, decidió no incrementar la producción y programó su próxima reunión para septiembre, subrayando su intención de mantener constante la producción, a pesar de los elevados precios del crudo y de la relati-

va solidez de la demanda. Además, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP continuó siendo menor de lo esperado. Como consecuencia de las tensiones geopolíticas y de la explosión de un oleoducto en Irak se intensificaron las presiones al alza sobre los precios. La evaluación realizada por la Agencia Internacional de la Energía (AIE) apunta a que se mantendrán las tensiones en los márgenes de oferta y demanda en el 2008. Tras revisar a la baja sus proyecciones de la demanda mundial de petróleo a comienzos del año, debido a una desaceleración prevista en las economías de la OCDE, la AIE todavía predice un repunte del crecimiento de la demanda de petróleo en el 2008, como consecuencia, principalmente, de la solidez de la demanda de los países no pertenecientes a la OCDE.

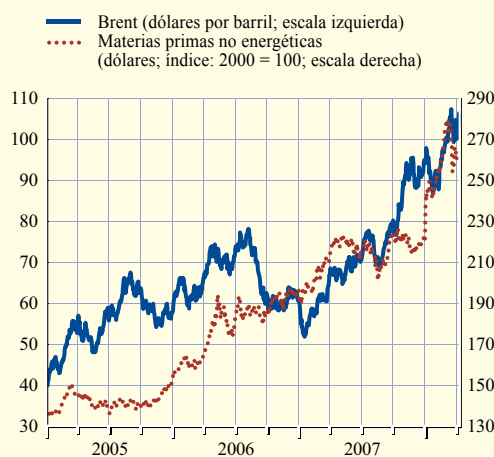
Como consecuencia del alto grado de utilización de la capacidad en los países de la OPEP y del lento crecimiento de la producción en los países no pertenecientes a esta organización, en un contexto de relativa solidez de la demanda de petróleo y de persistencia de los riesgos geopolíticos y para la oferta, es probable que los precios sigan siendo elevados. Durante el período reciente de fuerte volatilidad de los precios al contado y, pese a la inquietud de los mercados respecto a una desaceleración económica mundial, los precios de los futuros a largo plazo correspondientes al Brent se han incrementado hasta niveles sin precedentes, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2010 en torno a los 100 dólares estadounidenses.

Tras la escalada que los situó en máximos históricos, los precios de las materias primas no energéticas sufrieron un desplome como consecuencia de las ventas generalizadas para la realización de beneficios en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros a mediados de marzo. Las caídas más acusadas se registraron en los mercados de bebidas tropicales y semillas oleaginosas. Pese a experimentar un retroceso de casi el 20% con respecto a los máximos alcanzados anteriormente, los precios se sitúan todavía en niveles tan altos como los observados a finales de enero, ya que en febrero los precios de estos productos básicos fueron muy elevados. Algunas correcciones a la baja en el mercado de alimentos podrían reflejar también unas proyecciones más optimistas respecto a la producción. Sin embargo, la mayor parte de la nueva cosecha no estará disponible hasta mediados del 2008 y todavía está sujeta a riesgos externos (por ejemplo, a los relacionados con la climatología). En general, como consecuencia de la sólida demanda sostenida de los países no pertenecientes a la OCDE, a corto plazo, se mantiene la tensión en las variables fundamentales de los mercados de materias primas. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a comienzos de abril, aproximadamente un 20% por encima del nivel observado un año antes.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La moderación de la expansión económica mundial probablemente se traduzca en un cierto debilitamiento de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a enero sugiere que, más adelante, podría producirse una desacelera-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



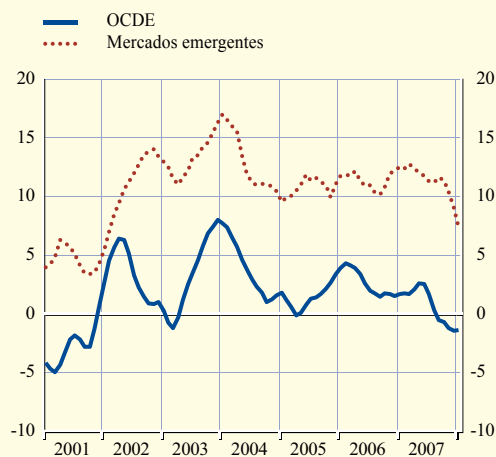
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

ción de la actividad económica en los países de la OCDE (gráfico 4). Por lo que respecta a las principales economías no pertenecientes a esta organización, el indicador sintético adelantado también apunta a una posible desaceleración en el caso de China e India, aunque se mantendrá la expansión en Brasil y Rusia.

En general, siguen existiendo riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento. Estos riesgos están relacionados, fundamentalmente, con las turbulencias en los mercados financieros, que podrían prolongarse más de lo previsto inicialmente y podrían tener una incidencia más generalizada de lo actualmente esperado en la economía real. Además, también existen riesgos a la baja asociados a la posibilidad de nuevas subidas imprevistas de los precios de la energía y de los alimentos, así como a las presiones proteccionistas y a una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

**Gráfico 4** Indicador sintético adelantado de la OCDE

(tasa de variación de seis meses)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continuó siendo elevada en febrero, favorecida por el persistente e intenso crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero. La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó una ligera moderación en febrero, pero conservó su solidez. De hecho, siguió generando una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, debido, en parte, al impacto positivo del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos sobre la demanda de activos monetarios. La tasa de crecimiento interanual de M1 mantuvo la tendencia a la baja observada a lo largo del último año y medio, reflejando los efectos retardados de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 sobre la evolución monetaria. Hasta el momento, parece que las turbulencias financieras actuales no han afectado de forma directa e importante a la evolución del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque vuelven a existir indicios de impactos en determinados componentes y contrapartidas de M3. En general, la sólida expansión monetaria subyacente continúa apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En febrero del 2008, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 11,3%, desde el 11,5% observado en enero (véase gráfico 5), situándose la tasa de crecimiento intermensual en el 0,6%. Analizando más allá de la volatilidad asociada con los efectos de fin de año, los datos de los últimos meses denotan una cierta moderación en la evolución de M3 a más corto plazo, como refleja la tasa de crecimiento de seis meses anualizada.

Los datos de febrero respaldan la valoración realizada a lo largo de los últimos meses en relación con los factores que influyen actualmente en la evolución monetaria.

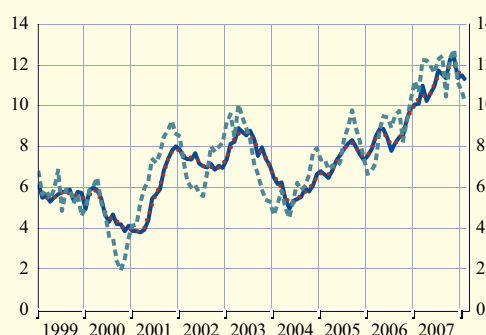
En concreto, la elevada tasa de crecimiento interanual de M3 continúa generando una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria en la zona del euro. Como consecuencia del relativo aplanamiento que presenta actualmente la curva de rendimientos, la remuneración de los activos monetarios a más corto plazo resulta atractiva en comparación con activos de mayor riesgo y a más largo plazo no incluidos en M3, lo cual estimula el crecimiento de este agregado amplio. Sin embargo, aun teniendo en cuenta estos aspectos, la tasa subyacente de expansión monetaria mantiene su vigor, favorecida por el persistente e intenso crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero.

Al mismo tiempo, los datos monetarios de febrero confirman que los aumentos de los tipos de interés como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre de 2005 siguen influyendo en la evolución monetaria y del crédito, lo cual se plasma, en especial, en la nueva moderación de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y de M1.

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.

Hasta el momento, parece que las turbulencias financieras no han afectado de forma directa e importante al crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, aunque vuelven a existir indicios de impactos en determinados componentes y contrapartidas de M3 que están estrechamente relacionados con la naturaleza de dichas turbulencias. Por ejemplo, por el lado de las contrapartidas, el muy elevado crecimiento de las compras de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM podría reflejar, hasta cierto punto, el apoyo prestado por las entidades de crédito a los fondos de titulización asociados que estaban experimentando dificultades de financiación.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 3,7% en febrero del 2008, desde el 4,3% registrado en enero, manteniendo así la tendencia a la baja observada en los últimos trimestres. Los dos componentes de M1 contribuyeron a esta moderación, ya que la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación descendió hasta el 7,6% en febrero y la de los depósitos a la vista, hasta el 2,9% (véase cuadro 1). Esta contención de la evolución de M1 refleja, en parte, el efecto retardado de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005, lo cual es especialmente visible en el crecimiento moderado de los depósitos a la vista, cuya remuneración es baja en comparación con los tipos de mercado. Al mismo tiempo, el dinamismo de la actividad económica en los últimos trimestres supone un efecto positivo opuesto sobre M1.

En febrero, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguieron siendo los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3. La tasa de crecimiento interanual de este componente aumentó hasta el 19,4%, desde el 17,9% registrado el mes anterior, lo cual refleja el dinamismo de los depósitos a plazo hasta dos años, que continuaron creciendo a una tasa interanual superior al 40%. En los últimos trimestres, la remuneración de los depósitos a plazo se ha incrementado en consonancia general con los tipos de interés del mercado monetario, lo que implica un diferencial significativo con respecto a la remuneración de otros depósitos, como los depósitos de ahorro a corto plazo y los depósitos a la vista. Esta evolución de los tipos de interés favorece que se produzcan importantes desplazamientos hacia los depósitos a plazo. Al mismo tiempo, la tasa de descenso interanual de los depósitos

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 Ene	2008 Feb
<b>M1</b>	<b>43,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>
Efectivo en circulación	7,2	10,5	10,0	8,8	8,0	7,8	7,6
Depósitos a la vista	36,4	6,3	5,5	6,2	5,5	3,6	2,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,3	11,9	13,1	15,0	16,8	17,9	19,4
Depósitos a plazo hasta dos años	23,9	29,5	33,0	37,6	40,7	41,1	43,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,4	-0,8	-2,1	-3,2	-4,0	-3,6	-3,2
<b>M2</b>	<b>84,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,1	16,9	19,3	18,7	19,6	18,2	14,6
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,8</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		-4,5	-4,4	-4,0	-3,8	-2,2	-2,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,3	-1,2	-0,9	-1,8	-0,5	-1,0
Crédito al sector privado		11,1	11,0	11,7	12,3	12,7	12,5
Préstamos al sector privado		10,6	10,5	11,0	11,1	11,1	10,9
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>

Fuente: BCE.

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



disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) se moderó ligeramente en febrero. Por tanto, ambos componentes contribuyeron al fortalecimiento global observado en la tasa de crecimiento de otros depósitos a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables cayó hasta el 14,6% en febrero del 2008, desde el 18,2% observado el mes anterior, ocultando la evolución divergente de los distintos componentes. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales aumentó ligeramente, situándose en el 17,5% en febrero, frente al 17,1% del mes anterior, mientras que la de las participaciones en fondos del mercado monetario se mantuvo prácticamente sin variación en febrero, en el 10,9%, tras haber registrado un nivel del 11% en enero. En los dos primeros meses del año en curso, las turbulencias financieras no tuvieron un impacto perceptible sobre los instrumentos negociables, como el observado, por ejemplo, en las salidas de fondos del mercado monetario en agosto y septiembre del 2007. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM cayó drásticamente en febrero, hasta el 20,6%, desde el 40,4% de enero.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM («depósitos de M3», que constituyen la mayor agregación de componentes de este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) aumentó hasta el 11,7% en febrero, desde el 11,4% registrado en enero. El fuerte crecimiento de estos depósitos de M3 sigue obedeciendo, principalmente, a la contribución de los hogares. En febrero, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los hogares se mantuvo prácticamente sin variación, en el 9%, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de los intermediarios financieros (empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros no monetarios) se incrementó ligeramente hasta situarse en el 22,4%, desde el 21,7% observado el mes anterior, y la de los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras también ascendió, hasta alcanzar el 11,7%, desde el 10,8%.

### 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 ligeramente hasta situarse en el 9,8% en febrero, frente al 10% de enero. Esta evolución refleja un descenso más acusado del crédito a las Administraciones Públicas y una leve moderación de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado (véase cuadro 1). Por lo que respecta al crédito a las Administraciones Públicas, las IFM siguieron eliminando, en términos netos, valores de deuda pública de sus carteras. Los volúmenes vendidos se han mantenido en consonancia general con los niveles observados antes de las turbulencias financieras y, en el último período, pueden reflejar, en parte, una necesidad de generar liquidez para cubrir necesidades de financiación. El descenso observado en febrero en la tasa de crecimiento del crédito al sector privado obedeció, principalmente, a la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a dicho sector, que cayó hasta el 10,9% en ese mes, desde el 11,1% del mes anterior. La dinámica a corto plazo de estos préstamos, como refleja, por ejemplo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, también volvió a experimentar una cierta moderación.

Si se analiza cada componente de los préstamos de las IFM al sector privado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a instituciones financieras no monetarias distintas de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF) cayó hasta el 22,7% en febrero, desde el 25,9% del mes anterior. El volumen total de préstamos a OIF en el período de siete meses transcurrido entre agosto del 2007 y febrero del 2008, que ascendió a 113 mm de euros, sólo fue un poco más elevado que en el período de siete meses anterior al comienzo de las turbulencias financieras (94 mm de euros). La mayor parte del aumento correspondió a vencimientos hasta un año, lo cual sería coherente con la concesión de líneas de crédito por parte de las IFM a fondos especiales (*conduits*) y a vehículos de inversión estructurada

que estaban sufriendo problemas de financiación en el entorno de las actuales turbulencias financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores por parte de las IFM mantiene su vigor, con un nivel superior al 40%. Todo lo anterior sugiere que las IFM han prestado apoyo financiero a los fondos de titulización, principalmente mediante la compra de valores distintos de acciones emitidos por dichos fondos en el contexto de las operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares ha registrado una tendencia a la baja desde principios del 2006, con una nueva reducción en febrero, mes en el que disminuyó hasta el 5,8%, desde el 6% del mes anterior. Esta tendencia refleja el impacto de la subida de los tipos de interés de los préstamos bancarios y la moderación experimentada en la evolución del mercado de la vivienda en una serie de economías de la zona del euro. Además, hay escasos indicios de que las turbulencias financieras hayan repercutido en la evolución de los préstamos a hogares o en la oferta de préstamos bancarios. El detalle de los préstamos a hogares en función de su finalidad respalda esta tesis. El descenso de la tasa de crecimiento de estos préstamos obedece a la moderación registrada en la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, que cayó hasta el 6,7% en febrero, desde el 6,9% de enero (véase cuadro 2). Esta moderación se observó en toda la zona del euro y fue especialmente marcada en países que habían experimentado previamente una sólida evolución del endeudamiento.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó hasta el 14,8% en febrero, desde el 14,5% del mes anterior. En general, en el período de siete meses comprendido entre agosto del 2007 y febrero del 2008, el valor total de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro ascendió a 312 mm de euros, en comparación con la cifra de 328 mm de euros en el período de siete meses anterior al comienzo de las turbulencias financieras. Estos datos ofrecen pocos indicios de que la oferta de crédito bancario haya mermado significativamente como consecuencia de las turbulencias financieras. Si se analiza el detalle por plazos, se observa que, en este período, la evolución de los préstamos obedeció principalmente al aumento del endeudamiento a medio y a largo plazo (es decir, préstamos a más de un año), que constituyen la mayor parte de los préstamos a las sociedades no financieras. Por consiguiente, los datos recientes no aportan evidencia alguna de que los flujos totales hayan aumentado como consecuencia de las dificultades experimentadas

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2007	2007	2007	2007	2008	2008
		I	II	III	IV	Ene	Feb
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>43,4</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>14,8</b>
Hasta un año	29,1	9,9	10,1	12,1	11,9	12,4	13,1
De uno a cinco años	19,7	19,8	19,0	19,9	21,0	22,6	22,6
Más de cinco años	51,2	12,4	12,0	12,7	12,8	12,8	12,9
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>46,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,7	7,1	6,5	5,7	5,3	5,3	5,3
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,6	9,4	8,6	8,1	7,7	6,9	6,7
Otras finalidades	15,7	3,2	3,6	3,2	3,1	2,5	2,6
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>1,0</b>	<b>27,6</b>	<b>23,7</b>	<b>26,6</b>	<b>21,9</b>	<b>2,3</b>	<b>6,4</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>8,7</b>	<b>12,3</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>23,2</b>	<b>25,9</b>	<b>22,7</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

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 (LBO) o de fusión y adquisición). En conjunto, sigue sin haber indicios claros de que las turbulencias hayan repercutido en el crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) disminuyó hasta el 6,4% en febrero, desde el 7,7% de enero. Aunque se observaron descensos en las tasas de crecimiento interanual de todos los subcomponentes, el más acusado se registró en los valores distintos de acciones a más largo plazo. El detalle por sectores de los depósitos a más largo plazo indica que el sector privado no financiero siguió reduciendo sus tenencias de depósitos a largo plazo, lo cual es de esperar en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos relativamente plana. Al mismo tiempo, el sólido crecimiento actual observado en las tenencias de depósitos a largo plazo por parte de los intermediarios financieros no monetarios puede estar relacionado con las operaciones de titulización.

En el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2008 se registraron salidas de 25 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, en comparación con las entradas de 21 mm de euros experimentadas en el período de doce meses transcurrido hasta enero, lo cual volvió a situar el flujo interanual aproximadamente en el nivel registrado hace un año y medio (véase gráfico 6). La evolución mensual de los activos exteriores netos de las IFM ha seguido siendo bastante volátil, como suele ocurrir en épocas en las que se intensifica la incertidumbre, con salidas de 13 mm de euros en febrero, tras registrar entradas de 5 mm de euros en el mes anterior.

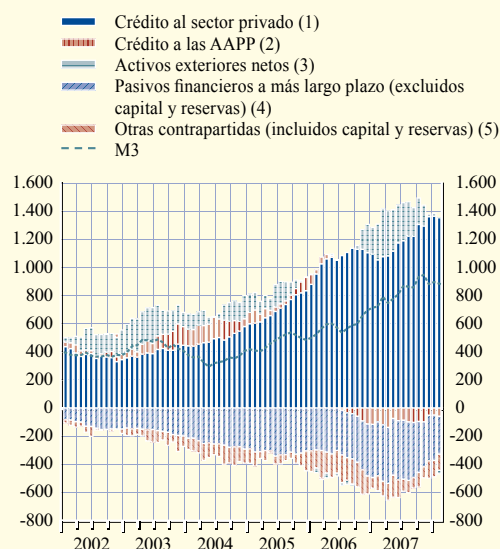
En general, los datos de febrero del 2008 muestran que el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios es sólido y continuo. Aunque las turbulencias financieras han vuelto a tener un impacto visible en determinados componentes y contrapartidas de M3, parece que no han afectado de forma directa e importante, al menos por el momento, a la evolución global de los citados agregados. La tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo elevada, favorecida por el intenso crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero y, por tanto, apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios en la zona del euro a medio y a largo plazo.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en niveles elevados en enero del 2008, aunque disminuyó ligeramente con respecto a diciembre del 2007. Siguiendo el patrón observado desde julio, cuando comenzaron las turbulen-*

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.

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2008 Ene	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2007 Dic	2008 Ene
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>12.138</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>
IFM	5.103	10,6	10,6	10,9	10,7	10,5	9,9
Instituciones financieras no monetarias	1.477	27,6	29,3	28,6	27,2	28,8	27,4
Sociedades no financieras	697	4,9	6,3	9,4	8,8	8,8	10,6
Administraciones Públicas	4.861	2,4	3,2	3,3	3,0	2,8	2,3
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.546	2,1	3,0	3,3	2,9	2,7	2,2
Otras Administraciones Públicas	315	6,8	5,7	3,0	4,6	3,6	3,0
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>5.750</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
IFM	888	2,5	2,2	1,8	1,6	1,5	1,1
Instituciones financieras no monetarias	497	1,0	1,5	1,4	3,0	3,0	2,9
Sociedades no financieras	4.365	0,8	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4

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».

*cias en los mercados, el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo registró una nueva moderación, mientras que las emisiones de valores a corto plazo mostraron un gran dinamismo, como consecuencia de las tensiones en los mercados de crédito y de la revisión de la valoración del riesgo de crédito. Las emisiones de acciones cotizadas aumentaron levemente, en consonancia con el mes anterior.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro mantuvo su vigor en enero del 2008 y se situó en el 8,5% en dicho mes, ligeramente por debajo del 9,1% registrado en diciembre del 2007 (véase cuadro 3). La cifra total oculta diferencias significativas de comportamiento entre vencimientos, dado que las emisiones de valores a corto plazo continuaron creciendo a una tasa sostenida del 25,7%, frente al 26% de diciembre, mientras que el crecimiento de las emisiones de valores a largo plazo volvió a moderarse, desde el 7,4% hasta el 6,7%.

Este patrón se ha observado desde que comenzaron las turbulencias en los mercados en el verano del 2007. Para poner en perspectiva las cifras correspondientes a enero del 2008, en julio del 2007 las tasas de crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a corto y a largo plazo se situaron en el 12,9% y el 8,8%, respectivamente. El cambio de la financiación a largo plazo a favor de la financiación a corto plazo, como consecuencia de las tensiones en los mercados de crédito, afecta principalmente a las IFM y, en menor medida, a la Administración Central y a las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 10,6% en enero, desde el 8,8% registrado el mes anterior (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 36,5% en enero, desde el 29,1% observado en diciembre, mientras que la de los valores a largo plazo ascendió al 5,9%, ligeramente por encima del 5,3% anterior. Los datos desestacionalizados, que son adecuados para detectar la evolución a corto plazo, muestran que las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por parte del sector no financiero se moderaron bastante en la última parte del 2007. Esta desaceleración de la financiación a largo plazo está relacionada,

al menos en parte, con las turbulencias de los mercados financieros, que han generado un aumento de los costes de financiación mediante valores de renta fija, en especial en el caso de prestatarios con calificación más baja. Por ejemplo, los diferenciales con respecto a los bonos de sociedades no financieras denominados en euros, con calificación BBB, subieron 25 puntos básicos en enero, mientras que, en el mismo período, los diferenciales con respecto a los bonos de grado especulativo se ampliaron 165 puntos básicos. En consonancia con estos datos, la información procedente de proveedores comerciales muestra que las emisiones de elevada rentabilidad casi han desaparecido en el mercado de la zona del euro desde agosto del 2007, lo cual indica que la revisión de la valoración del riesgo de crédito ha afectado de forma intensa a las categorías de empresas de mayor riesgo.

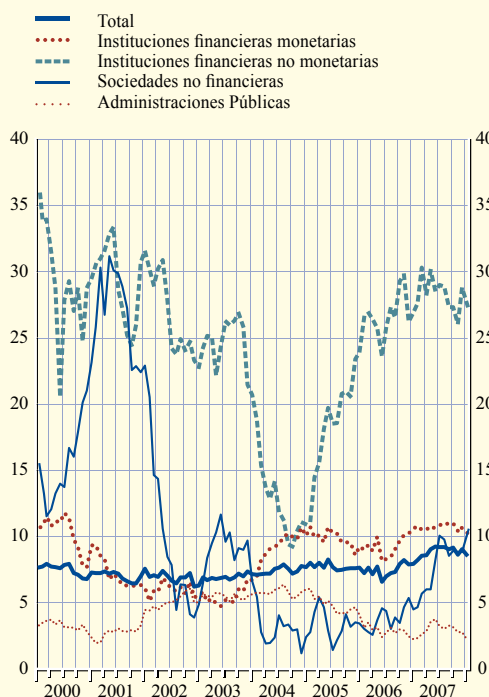
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM fue del 9,9% en enero, un descenso con respecto al 10,5% registrado en diciembre. Los datos desestacionalizados correspondientes a las IFM confirmaron esta trayectoria. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada desestacionalizada de estas emisiones descendió desde el 11,3% en diciembre, hasta el 7,3% observado en enero.

Las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo siguieron creciendo con vigor, a una tasa del 32,1%, sólo un 2,4% por debajo del máximo histórico registrado el mes anterior. Simultáneamente, el crecimiento de las emisiones a largo plazo continuó disminuyendo, registrando el nivel más bajo desde finales del 2003 (el 6,5%, frente al 7,1% de diciembre). El cambio de la financiación a largo plazo a favor de la financiación a corto plazo parece estar directamente relacionado con el pronunciado aumento de la percepción del mercado en relación con el riesgo de crédito de importantes instituciones financieras. Desde el verano del 2007, los diferenciales de los bonos de emisores pertenecientes al sector financiero se han ampliado de forma notable, debido a la preocupación del mercado por las posibles pérdidas relacionadas con las hipotecas y la correspondiente incertidumbre acerca de la solidez de los balances de las entidades de crédito.

Las emisiones realizadas por las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro reflejan, en gran parte, la actividad de los vehículos financieros creados para las operaciones de titulización de las IFM. Las turbulencias de los mercados financieros han afectado significativamente al funcionamiento del mercado de titulización, reduciendo drásticamente las emisiones de bonos de titulización. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro mostró una enorme capacidad de resistencia, disminuyendo ligeramente desde el 28,8% de diciembre hasta el 27,4% de enero. La resistencia de estas emisiones desde las turbulencias puede atribuirse al significativo crecimiento de las operaciones no basadas en los mercados:

**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.

en los últimos meses, las grandes operaciones de titulización se han colocado principalmente de forma privada entre IFM y, algunas veces, las IFM han adquirido directamente los bonos de titulización a sus fondos de titulización.

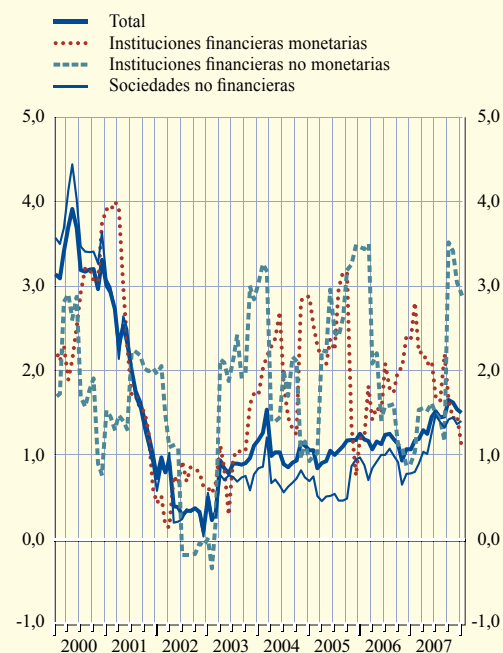
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público cayó ligeramente en enero, hasta el 2,3%, desde el 2,8% de diciembre. Esta disminución fue consecuencia de la desaceleración del crecimiento de los valores de este tipo emitidos por la Administración Central y otras Administraciones Públicas.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se situó en el 1,5% en enero del 2008, el mismo nivel que en el mes anterior (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras, que constituyen el sector más importante en términos de volumen de emisión, se mantuvo sin variación en el 1,4% (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las IFM experimentó una disminución, desde el 1,5% hasta el 1,1%, mientras que la tasa correspondiente a las emisiones por parte de las instituciones financieras no monetarias permaneció estable, en el 2,9%.

**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 marzo, siendo reflejo de las renovadas tensiones relacionadas, en parte, con los efectos de fin de trimestre. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías volvieron a subir y alcanzaron niveles comparables con los observados en septiembre del 2007. La inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó en marzo y a principios de abril, y el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario a doce meses y a un mes sin garantías ascendió a 39 puntos básicos.*

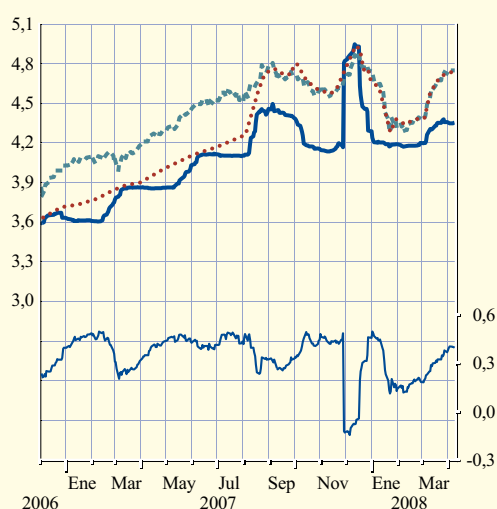
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en marzo. El 9 de abril, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 4,35%, el 4,74%, el 4,75% y el 4,75%, respectivamente, es decir, 15, 34, 34 y 35 puntos básicos por encima de los niveles observados el 5 de marzo (véase gráfico 9).

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes ascendió a 39 puntos básicos el 9 de abril, en comparación con 20 puntos básicos el 5 de marzo (véase gráfico 9). Este aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario fue reflejo, en parte, de las mayores

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

(en porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- ... EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)

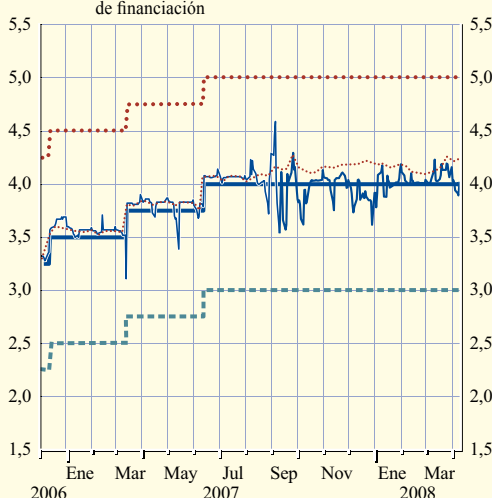


Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación
- ... Tipo marginal de crédito
- - - Tipo de depósito
- Tipo a un día (EONIA)
- ... Tipo marginal de las operaciones principales de financiación



Fuentes: BCE y Reuters.

expectativas de los mercados a medio plazo en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE, y del hecho de que los tipos de interés sin garantías a plazos más largos subieron más que los tipos a plazos más cortos. Los diferenciales entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice *swap* del EONIA) aumentaron en el contexto de las renovadas tensiones, especialmente en el mercado monetario a plazo. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y los tipos a tres meses con garantías se elevó desde 43 puntos básicos el 5 de marzo hasta 74 puntos básicos el 9 de abril.

El 9 de abril, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2008 se situaban en el 4,61%, el 4,31% y el 4,09%, respectivamente, unos aumentos de 41, 44 y 46 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de marzo.

El 6 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 4%. Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para el final del segundo período de mantenimiento del 2008, que terminó el 11 de marzo, en dicha fecha se llevó a cabo una operación de ajuste a un día mediante la cual el BCE inyectó 9 mm de euros. El EONIA se situó en el 4,23% en esa fecha (véase gráfico 10). En los primeros días del siguiente período de mantenimiento de reservas, que terminó el 15 de abril, el EONIA descendió, antes de estabilizarse en torno al 4%. En la segunda quincena de marzo, el EONIA aumentó por encima del 4%, como consecuencia de la intensificación de las tensiones del mercado monetario, debido, en parte, al efecto de fin de trimestre y de los días de Semana Santa. A principios de abril, el EONIA volvió a niveles más normales, cercanos al 4%.

En el tercer período de mantenimiento del año, con el fin de satisfacer la necesidad de las entidades de contrapartida de cumplir con las exigencias de reservas a principios del período de mantenimiento, el BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, 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 11, 18 y 25 de marzo y 1 y 8 de abril, el BCE adjudicó 25 mm de euros, 25 mm de euros, 50 mm de euros, 35 mm de euros y 5 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia. El tipo de interés marginal correspondiente a estas cinco operaciones se situó en el 4,12%, el 4,16%, el 4,23%, el 4,21 y el 4,23%, respectivamente. En marzo se realizaron algunas operaciones de ajuste con el fin de aportar liquidez al mercado.

El 12 de marzo se realizó una operación de financiación a plazo más largo complementaria (con un volumen de adjudicación fijo de 60 mm de euros), en la que el BCE adjudicó la totalidad del importe anunciado y los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 4,25% y el 4,4%, respectivamente. El 26 de marzo, en la operación regular de financiación a plazo más largo del Eurosistema (ejecutada con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), los tipos de interés marginal y medio ponderado fueron del 4,44% y del 4,53%, respectivamente. El tipo de interés marginal de esta operación fue 28 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente en dicha fecha. El 2 de abril, el BCE inyectó liquidez por primera vez a través de una operación de financiación a plazo más largo complementaria a seis meses. Esta operación tuvo un volumen de adjudicación fijo de 25 mm de euros, con unos tipos de interés marginal y medio ponderado del 4,55% y del 4,61%, respectivamente.

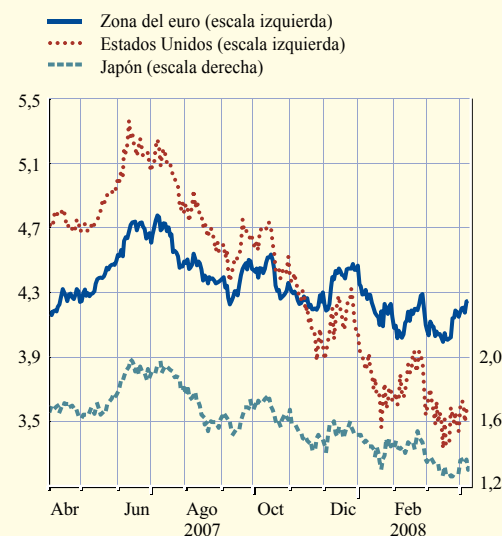
## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó, en general, escasos cambios en marzo. En Estados Unidos, en la primera mitad de marzo estas moderadas variaciones ocultaron un fuerte descenso del rendimiento de los bonos, que se recuperó al final del mes. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo en niveles bastante elevados en la zona del euro y en Estados Unidos.*

En el transcurso del mes de marzo se observó una disociación temporal entre el rendimiento de la deuda pública en la zona del euro y en Estados Unidos. En la primera quincena de marzo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo permaneció relativamente estable en la zona del euro, mientras que disminuyó sensiblemente en Estados Unidos, donde repuntó al final del mes. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente en la zona del euro entre finales de febrero y el 9 de abril, fecha en la que se situó en el 4,2% (véase gráfico 11). El rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses no experimentó prácticamente

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

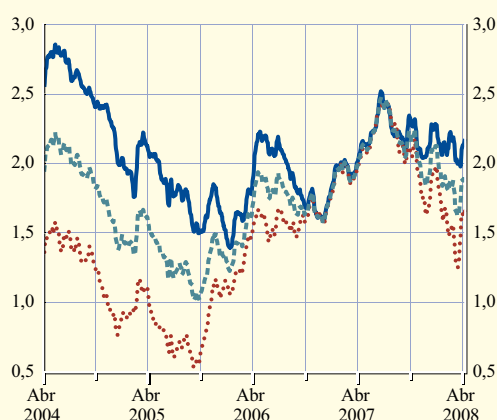
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.



**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)

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años, dentro de cinco años
- ... Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- - - Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

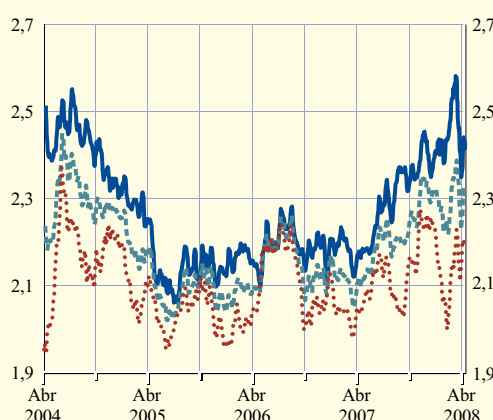


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

**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 desestacionalizado)

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

cambios en este período, al final del cual se situó en el 3,5%. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y de la zona del euro se amplió ligeramente, en términos absolutos, durante este período. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 1,4% el 9 de abril, sin cambios con respecto a finales de febrero. La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se situó en los niveles más altos observados desde el 2003 tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Estos niveles reflejan la preocupación de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura del sector financiero y del resto de la economía.

El fuerte descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en Estados Unidos a comienzos de marzo fue resultado, probablemente, de la creciente inquietud del mercado respecto a la situación de liquidez de importantes instituciones financieras estadounidenses. Sin embargo, el rendimiento de estos bonos se recuperó de forma significativa después de que la Reserva Federal anunciara el 16 de marzo que había decidido recortar nuevamente los tipos de interés y respaldar los acuerdos financieros entre JP Morgan y Bear Stearns.

En marzo y a principios de abril, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro registró una evolución más moderada que la de los bonos estadounidenses, probable señal de una menor incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro. Además, el rendimiento real de la deuda pública a cinco años de la zona del euro, obtenido de los bonos indicados con la inflación, repuntó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,6% el 9 de abril (véase gráfico 12).

Las tasas de inflación implícitas a cinco años, dentro de cinco años, de la zona del euro disminuyeron en general en marzo y se estabilizaron en torno al 2,4% a principios de abril (véase gráfico 13). Este

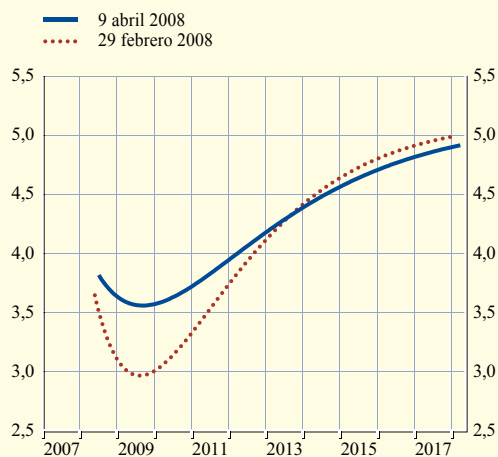
descenso oculta un aumento, hasta cerca del 2,6%, registrado a comienzos de marzo y principalmente impulsado por efectos de liquidez en los mercados de renta fija. Es probable que el rendimiento nominal de la deuda pública se haya visto afectado en mayor medida que el rendimiento real por los desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos que se produjeron ante las turbulencias financieras y que indujeron distorsiones a la baja en las tasas de inflación implícitas. Sin embargo, dado que estos desplazamientos de fondos parecieron afectar más al rendimiento nominal de la deuda pública a medio plazo que al de la deuda a largo plazo, los diferenciales de efectos de liquidez pueden incluso haber originado un sesgo temporal al alza de las tasas de inflación implícitas a más largo plazo y haber contribuido a acentuar las fluctuaciones de estas tasas en marzo (véase recuadro 1).

Entre finales de febrero y principios de abril, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un acusado desplazamiento al alza, de unos 50 puntos básicos, en horizontes temporales de uno a dos años (véase gráfico 14). Es probable que este desplazamiento al alza refleje revisiones de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo y un repunte de las primas de riesgo implícitas en los rendimientos de la deuda pública a corto plazo.

En general, los diferenciales de crédito de mayor calidad del mercado de renta fija privada de la zona del euro volvieron a ampliarse en marzo y a comienzos de abril. En particular, el coste financiero relativo de la renta fija de las instituciones financieras, medido por el diferencial con respecto al rendimiento de la deuda pública, aumentó considerablemente hacia el final del período examinado para todas las calificaciones crediticias, salvo para las empresas de calificación AAA. Los elevados niveles actuales de los diferenciales de renta fija de estas instituciones reflejan la percepción por parte de los inversores de fuertes tensiones en el sector financiero. Al mismo tiempo, el hecho de que los diferenciales de crédito de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se han ampliado también de forma significativa sugiere que el aumento del precio de mercado del riesgo de crédito ha sido bastante generalizado.

**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.

Recuadro I

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS PRIMAS DE LIQUIDEZ DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA  
E IMPLICACIONES PARA LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS**

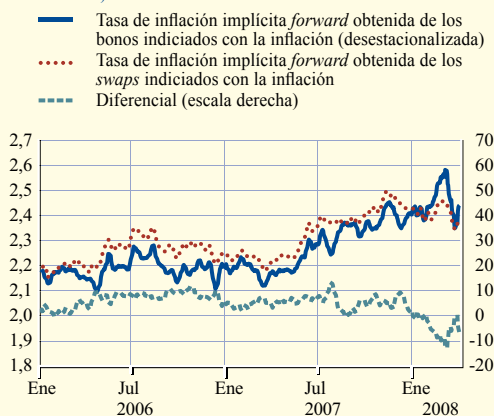
Desde comienzos del 2007, las tasas de inflación implícitas a largo plazo obtenidas de los bonos indicados con la inflación han venido mostrando una tendencia al alza. Aunque el aumento general resultante —confirmado por medidas comparables obtenidas de los *swaps* indicados con la inflación— no ha sido particularmente acusado, parece que sigue siendo reflejo de un auténtico incremento de las expectativas de inflación a largo plazo y de las correspondientes primas de riesgo. Sin embargo, en los dos últimos meses, las tasas de inflación implícitas han experimentado algunas fluctuaciones bastante pronunciadas, que parecen estar estrechamente relacionadas con las actuales turbulencias financieras. En particular, la preferencia de los inversores por activos seguros y líquidos ha contribuido a reducir notablemente el rendimiento de los títulos de deuda pública más líquidos negociados en los principales mercados. En este recuadro se analizan las implicaciones del comportamiento de las primas de liquidez en los mercados de renta fija para la valoración de la evolución de las tasas de inflación implícitas en la zona del euro y en Estados Unidos.

Las medidas de las expectativas de inflación y de las correspondientes primas en los mercados de renta fija se obtienen restando el rendimiento real de un bono indicado con la inflación del rendimiento nominal de un bono con un vencimiento similar. Aún siendo conceptualmente simple, este cálculo se basa en el supuesto de que las primas de liquidez de los rendimientos real y nominal son similares. En un mercado en calma, este supuesto implícito se verifica en general en la zona del euro, y una tasa de inflación implícita puede interpretarse como la compensación exigida por los inversores por su exposición a la inflación a lo largo de un determinado horizonte temporal. Sin embargo, desde comienzos del 2008, este indicador puede haber quedado parcialmente alterado por distorsiones transitorias, por lo que ha de interpretarse con especial cautela.

Durante los recientes episodios de turbulencias financieras, el rendimiento nominal de la deuda pública de la zona del euro ha descendido más rápidamente que el de los bonos indicados con la inflación con vencimientos similares. Aunque pareció ser principalmente reflejo de la creciente demanda de activos más líquidos en un entorno de fuertes tensiones en los mercados, este descenso originó una pronunciada reducción y el posterior repunte de las tasas de inflación implícitas, especialmente de las tasas *spot* a cinco años. En consecuencia, es poco probable que estos movimientos reflejen verdaderos cambios en la compensación exigida por la inflación. Si bien los desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos suelen inducir a infravalorar las tasas de inflación implícitas *spot*, el efecto sobre las tasas de inflación implícitas *forward* es generalmente más ambiguo. De hecho, tanto la magnitud como el signo de las distorsiones de las tasas *forward* dependen de la amplitud relativa y de la sincro-

**Gráfico A Tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro obtenidas de los bonos y *swaps* indicados con la inflación**

(en tasa anual y puntos básicos; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos utilizados son tasas cupón cero.

**Gráfico B Prima *on-the-run* a diez años en Estados Unidos**

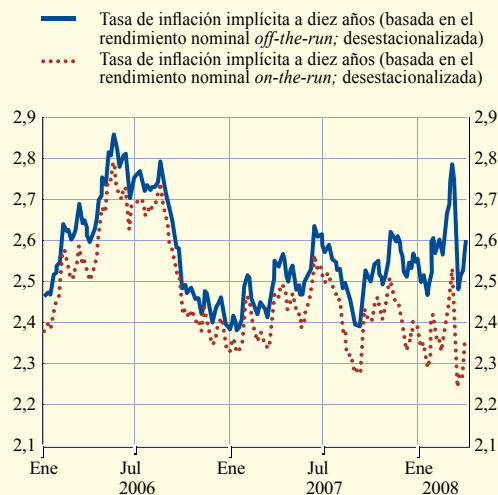
(puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y cálculos del BCE.

**Gráfico C Medidas de la tasa de inflación implícita *spot* a diez años en Estados Unidos**

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



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y cálculos del BCE.

Nota: El rendimiento nominal *on-the-run* comparable se ha calculado restando la prima de rendimiento *on-the-run* de la estimación del rendimiento nominal cupón cero *off-the-run*.

nización de las fluctuaciones de las primas de liquidez *spot* entre los distintos vencimientos. Los efectos de liquidez pueden incluso haber provocado un sesgo transitorio al alza en las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo.

En efecto, como puede observarse en el gráfico A, en febrero y marzo del 2008 la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, de la zona del euro obtenida de los bonos indicados con la inflación experimentó un aumento inusualmente elevado, en comparación con la correspondiente tasa derivada de los *swaps* indicados con la inflación<sup>1</sup>. El diferencial, habitualmente bastante estable, entre las dos medidas se situó temporalmente muy por encima de su intervalo normal. Dado que los *swaps* indicados con la inflación no deberían, en principio, verse afectados por los efectos de liquidez en el rendimiento de la deuda pública, la aparición de esta brecha parece concordar con la idea de que las marcadas oscilaciones de las tasas de inflación implícitas registradas desde el inicio del presente año fueron resultado, básicamente, de efectos de liquidez.

Por lo que se refiere a los Estados Unidos, actualmente, el cálculo de las tasas de inflación implícitas es más complicado, debido al fuerte aumento de la denominada prima de rendimiento de los bonos emitidos recientemente, o bonos nuevos (*on-the-run*). Esta prima, que se aplica principalmente en los mercados estadounidenses, se puede medir como la diferencia entre el rendimiento del bono nominal a diez años de emisión más reciente (*on-the-run*) y el rendimiento obtenido de flujos de caja idénticos, utilizando una curva de rendimientos estimada a partir de todos los demás bonos (*off-the-run*). Por razones relacionadas, en parte, con el funcionamiento del mercado de repos, la demanda de

<sup>1</sup> Se han observado también en las medidas *spot* importantes desviaciones entre las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos y las derivadas de los *swaps* indicados con la inflación. Sin embargo, para que la comparación entre estas medidas sea significativa es necesario que los precios de los bonos indicados con la inflación sean datos desestacionalizados, como los que se publican en el Boletín Mensual. Los detalles metodológicos se pueden consultar en J. Ejsing, J.A. García y T. Werner, «The term structure of euro area break-even inflation rates; the impact of seasonality», Working Paper n.º 830, BCE, 2007.

bonos nuevos es particularmente alta, incluso en condiciones de mercado normales, y su rendimiento es inferior al de valores, por lo demás, similares<sup>2</sup>. Como puede apreciarse en el gráfico B, esta prima se ha elevado considerablemente desde mediados del 2007, hasta situarse entorno a 25 puntos básicos en febrero. Así pues, la práctica habitual de utilizar el rendimiento *on-the-run* como rendimiento nominal comparable para el cálculo de las tasas de inflación implícitas conduce actualmente a infravalorar de forma significativa la tasa de inflación implícita a diez años (véase gráfico C), y más aún las tasas *forward* a largo plazo. Es preferible efectuar el cálculo a partir del rendimiento nominal de una curva *off-the-run* estimada, ya que esto reduce sensiblemente la discrepancia entre las primas de liquidez incorporadas en el rendimiento real y en el rendimiento nominal comparable.

En resumen, los pronunciados efectos de liquidez observados en los mercados de deuda pública han complicado recientemente la interpretación de importantes indicadores procedentes de los datos de los mercados de renta fija. Concretamente, parece que las acusadas fluctuaciones experimentadas recientemente por las tasas de inflación implícitas, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, han estado determinadas mucho más por la aparición de factores transitorios de liquidez y su posterior desaparición que por verdaderos cambios en las expectativas de inflación y en las correspondientes primas de riesgo.

2 Para un análisis de la prima *on-the-run*, véase M. Fisher (2002), «Special Repo Rates», Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, segundo trimestre, pp. 27-43.

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

*En enero del 2008, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron moderadamente, aunque en menor medida que sus respectivos tipos sin riesgo. Los tipos de interés de los préstamos a hogares se mantuvieron prácticamente sin variación. Desde el inicio de las turbulencias de los mercados financieros, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM han aumentado en consonancia con los tipos de interés del mercado monetario, mientras que la evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados por dichas instituciones ha reflejado, principalmente, la subida de su coste de financiación en los mercados de renta fija.*

En enero, el amplio descenso de los tipos de interés del mercado monetario no tuvo un efecto claro en los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Los tipos de interés aplicados a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron en el caso de los préstamos a corto plazo (inferior a un año). Sin embargo, hay que evaluar con cautela la evolución de estos tipos, dado que tienden a ser bastante volátiles. En cuanto a los préstamos a corto plazo a los hogares, se produjo un cambio significativo en los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para consumo, que aumentaron 24 puntos básicos entre diciembre y enero. Sin embargo, los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año se mantuvieron sin variación en enero. En cuanto a los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos de cuantía reducida o elevada sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año cayeron 15 y 21 puntos básicos, respectivamente. Esta evolución sugiere que el acusado descenso experimentado en enero por el tipo a tres meses del mercado monetario, que fue de 37 puntos básicos, sólo tuvo un reflejo parcial en los tipos aplicados por las IFM. Los datos disponibles correspondientes a febrero indican que, en conjunto, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM siguieron disminuyendo ligeramente, en paralelo con los tipos del mercado monetario, aunque en menor medida que éstos.

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

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

							Variaciones en puntos básicos hasta ene 2008 <sup>2)</sup>		
	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Dic	2008 Ene	2007 Jun	2007 Sep	2007 Dic
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	3,27	3,51	3,77	4,07	4,28	4,17	40	10	-11
A plazo a más de dos años	2,84	2,71	2,73	3,08	3,09	3,31	58	23	22
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,37	2,38	2,41	2,57	2,61	2,60	19	3	-1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,86	3,14	3,31	3,50	3,67	3,75	44	25	8
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	1,53	1,72	1,79	1,92	1,97	2,01	22	9	4
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	3,47	3,67	3,93	4,13	4,26	4,12	19	-1	-14
A plazo a más de dos años	4,03	3,61	4,09	4,37	4,18	4,64	55	27	46
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,60	7,69	8,09	8,50	8,24	8,48	39	-2	24
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,55	4,78	4,99	5,23	5,31	5,30	31	7	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,55	4,69	4,89	5,08	5,06	5,07	18	-1	1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,80	6,06	6,18	6,50	6,63	6,62	44	12	-1
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	5,08	5,29	5,53	5,92	6,08	5,93	40	1	-15
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,67	4,83	5,00	5,24	5,28	5,28	28	4	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	4,50	4,68	4,90	5,21	5,33	5,12	22	-9	-21
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,63	4,86	5,17	5,43	5,47	5,26	9	-17	-21
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,68	3,89	4,15	4,74	4,85	4,48	33	-26	-37
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,79	3,94	4,45	4,10	4,05	3,73	-72	-37	-32
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,83	3,95	4,57	4,19	4,14	3,86	-71	-33	-28

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.

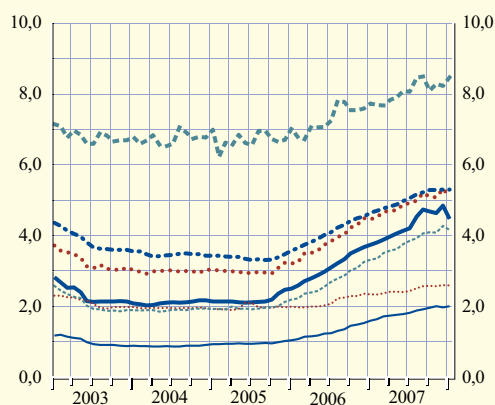
2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

En general, desde junio del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM han aumentado en consonancia general con las variaciones de los tipos del mercado monetario. Entre junio y enero del 2008, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario subió 33 puntos básicos. Durante el mismo período, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementaron 40 y 19 puntos básicos, respectivamente. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras se elevaron 40 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos a hogares para consumo y para adquisición de vivienda aumentaron 39 y 31 puntos básicos, respectivamente.

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

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

- Tipo a tres meses del mercado monetario
- ..... Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- ..... Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- ..... Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año



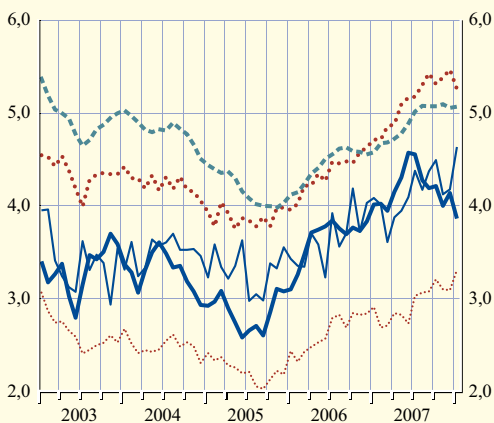
Fuente: BCE.

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

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

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- ..... Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- ..... Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares



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.

En enero 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 se incrementaron 22 puntos básicos y 46 puntos básicos, respectivamente (véanse cuadro 4 y gráfico 15). Este repunte de los tipos de los depósitos puede reflejar las dificultades de las IFM para acceder a financiación en los mercados, especialmente si se compara con las caídas de 32 y de 28 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años 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, mientras que los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo concedidos a este sector por importe superior a un millón de euros disminuyeron 21 puntos básicos (véase gráfico 16). La evidencia disponible para febrero señala un descenso limitado de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM, en un entorno de acusada caída de los rendimientos de la deuda pública.

Si se considera una vez más la evolución desde junio del 2007 se observa que los tipos de interés a más largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos han seguido una tendencia al alza.

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 cinco años y hasta diez años registraron un ascenso de 18 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 28 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros y 9 puntos básicos para los préstamos de importe más elevado. Aunque esta evolución contrasta con el descenso de alrededor de 70 puntos básicos en los rendimientos de la deuda pública a cinco años, está claramente en consonancia con el pronunciado aumento del coste de financiación en los mercados para las IFM. De hecho, teniendo en cuenta la subida de los rendimientos de los valores de renta fija emitidos por las IFM, que entre finales de junio del 2007 y finales de enero del 2008 se situó en torno a 45 puntos básicos, no parece que, por el momento, las entidades de crédito hayan ampliado significativamente sus márgenes por encima del coste de financiación en los mercados.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

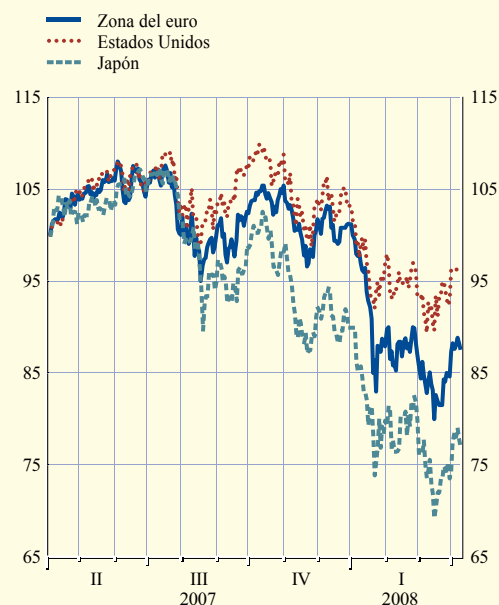
*Los mercados de renta variable se caracterizaron por la volatilidad, en un entorno de persistentes turbulencias financieras mundiales. En Estados Unidos, tras registrar fuertes caídas en la primera mitad de marzo, como consecuencia de la creciente inquietud respecto a la situación de liquidez de importantes instituciones financieras, los precios de las acciones experimentaron una notable recuperación, después del anuncio de un nuevo recorte de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. En la zona del euro, los mercados bursátiles registraron un comportamiento similar al del mercado estadounidense, aunque los movimientos observados presentaron una amplitud ligeramente más pronunciada.*

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos mostraron una volatilidad bastante acusada en marzo (véase gráfico 17). En la primera quincena del mes, los precios de las acciones bajaron marcadamente a ambos lados del Atlántico. Posteriormente, a finales de marzo y principios de abril, los mercados bursátiles se recuperaron, al disolverse parcialmente la incertidumbre respecto a la magnitud del saneamiento registrado en importantes instituciones financieras. En general, entre finales de febrero y el 9 de abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, experimentaron una subida superior al 1%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se elevaron algo más, en torno al 2%, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron alrededor de un 4%.

En Estados Unidos, la volatilidad de los precios de las acciones fue probablemente reflejo, entre otros factores, de la incertidumbre que la crisis de liquidez de Bear Stearns suscitó entre los participantes en el mercado. Tras registrar fuertes caídas en la primera mitad de marzo, como consecuencia de la creciente

Gráfico 17 Índices bursátiles

(índice: 1 abril 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.



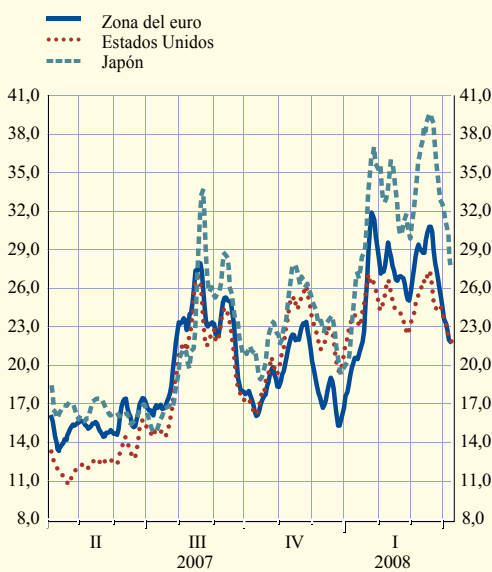
inquietud en los mercados respecto a la situación de liquidez de importantes instituciones financieras, los precios de las acciones experimentaron un repunte, después de que la Reserva Federal anunciara el 16 de marzo un nuevo recorte de los tipos de interés y el respaldo de los acuerdos financieros entre JP Morgan y Bear Stearns. Los principales factores determinantes de la subida generalizada de las cotizaciones bursátiles estadounidenses fueron el aumento de los precios de las acciones en los sectores industriales y un menor descenso de las cotizaciones de las instituciones financieras. El crecimiento interanual efectivo de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 volvió a disminuir en marzo, en relación con el mes anterior. Al mismo tiempo, los analistas de los mercados de valores esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el citado índice seguirían registrando tasas de crecimiento de dos dígitos en los próximos doce meses y en los próximos tres a cinco años. Los resultados generalmente mejores de los mercados bursátiles de Estados Unidos, en comparación con los de la zona del euro, han de considerarse a la luz de la evolución del tipo de cambio entre el dólar y el euro, que ha incrementado probablemente la competitividad en términos de precios de las empresas estadounidenses.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles evolucionaron en línea con las del mercado estadounidense, aunque los movimientos registrados mostraron una amplitud ligeramente más pronunciada, viéndose favorecidas por la persistencia del vigoroso crecimiento de los beneficios efectivos y esperados de las empresas observada en el mes de marzo. El crecimiento interanual efectivo de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 11% en marzo, prácticamente sin cambios con respecto al mes anterior. Los analistas de los mercados de valores esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el citado índice registrasen una tasa de crecimiento interanual del 8% tanto en los próximos doce meses (ligeramente por debajo de la tasa del 10% prevista en febrero) como en los próximos tres a cinco años (sin variación con respecto a la previsión anterior). Por lo que se refiere a la evolución por sectores, pese a nuevos anuncios de saneamiento de importantes instituciones financieras de la zona del euro, el sector financiero registró resultados mucho mejores que los del índice general. Los buenos resultados relativos de este sector se deben probablemente a que el posible saneamiento registrado en ciertas instituciones financieras, como consecuencia de las turbulencias financieras, ya se había tenido en cuenta en meses anteriores. Además, los anuncios de saneamiento de importantes instituciones financieras redujo la incertidumbre respecto a la solvencia del sector financiero.

La volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de esos mercados, permaneció en niveles relativamente elevados en marzo y a comienzos de abril (véase gráfico 18).

**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 periodo de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 3,5% en marzo del 2008, frente al 3,3% de febrero, como consecuencia de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los productos agrícolas, que también volvieron a elevar ligeramente la inflación en los precios industriales. Aunque existen indicios de moderación de las tasas de variación intermensual de los precios industriales de los alimentos, la evolución pasada de estos precios es origen de importantes presiones latentes, que no han alcanzado todavía a los consumidores. La evolución de los costes laborales continuó siendo moderada, en promedio, en el 2007, aunque se observó cierto incremento en el cuarto trimestre, y los datos preliminares nacionales apuntan a una aceleración del crecimiento de los salarios a comienzos del 2008. Es probable que las actuales presiones inflacionistas a corto plazo, principalmente derivadas de las subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, mantengan la tasa de variación interanual del IAPC bastante por encima del 2% en los próximos meses. Se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se modere sólo gradualmente en el transcurso del 2008. Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo siguen apuntando claramente al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, así como de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora, y lo que es más importante, el riesgo de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas. En particular, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, podría ser mayor de lo esperado. Asimismo, el crecimiento de los salarios podría ser más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en los mercados de trabajo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC general ha alcanzado un nuevo máximo, elevándose hasta el 3,5% en marzo del 2008, frente al 3,3% de febrero (véase cuadro 5). Desde el otoño del 2007, la inflación interanual medida por el IAPC ha estado determinada por fuertes contribuciones de los componentes de energía y de alimentos, como consecuencia de la escalada de los precios del petróleo y de los productos agrícolas en los mercados internacionales. Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de marzo, la evidencia disponible sugiere que estos componentes siguieron registrando pronunciados aumentos interanuales en ese mes.

En febrero, el último mes para el que se dispone de información detallada, los aumentos de los precios de la energía y de los alimentos fueron nuevamente las principales fuentes de presiones inflacionistas a

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 Oct	2007 Nov	2007 Dic	2008 Ene	2008 Feb	2008 Mar
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,2	2,1	2,6	3,1	3,1	3,2	3,3	3,5
Energía	7,7	2,6	5,5	9,7	9,2	10,6	10,4	.
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,1	3,0	3,1	3,3	3,2	.
Alimentos elaborados	2,1	2,8	3,8	4,6	5,1	5,8	6,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	1,1	1,1	1,0	0,7	0,8	.
Servicios	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	5,1	2,8	3,3	4,3	4,4	5,0	5,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	57,7	62,8	62,8	62,4	64,1	66,1
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	3,5	-0,1	1,4	10,4	15,0	10,3

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

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

corto plazo (véase gráfico 19). La tasa de variación interanual de los precios de la energía medidos por el IAPC se situó en el 10,4%, ligeramente por debajo del 10,6% de enero, pero muy por encima de la tasa media del 2,6% observada en el conjunto del año 2007. La nueva subida de los precios del petróleo en dólares registrada en febrero, partiendo de unos niveles ya muy elevados alcanzados al comienzo del año, sólo fue absorbida en parte por la apreciación del euro.

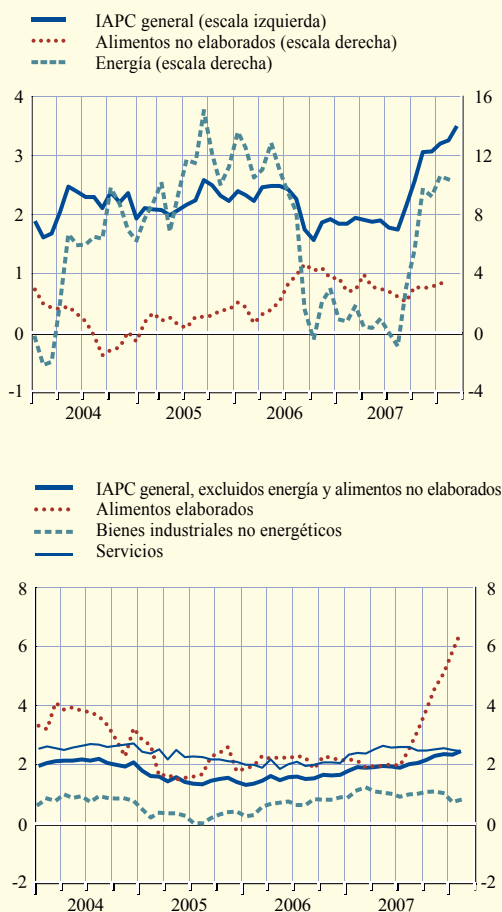
Además del aumento de los precios de la energía, una acusada nueva subida de los precios de los alimentos contribuyó, en gran parte, a la inflación medida por el IAPC general registrada en febrero. Con una ponderación conjunta del 19,6% en la cesta del IAPC, los precios de los alimentos elaborados y no elaborados contribuyeron, en promedio, en torno a 0,8 puntos porcentuales a la inflación interanual medida por el IAPC entre septiembre del 2007 y febrero del 2008.

El incremento de la inflación en los precios de los alimentos observado en la zona del euro refleja, en buena parte, el acusado aumento que los precios de la mayoría de los principales productos agrícolas han experimentado en los mercados internacionales, como resultado de una combinación de factores. Por el lado de la demanda, pueden identificarse tres importantes causas estructurales de presiones alcistas sobre los precios internacionales de los alimentos. En primer lugar, los cambios en los patrones de consumo de alimentos en numerosas economías emergentes, inducidos por un fuerte crecimiento de la renta, han disparado la demanda mundial de alimentos. En segundo lugar, más recientemente, la producción de biocarburantes ha incrementado la demanda mundial de determinados cultivos (por ejemplo, el maíz) y ha afectado también a las condiciones de oferta y demanda de varios cultivos sustitutivos (por ejemplo, el trigo y la soja). Finalmente, los altos precios de la energía han contribuido a elevar el coste de bienes intensivos en energía necesarios para la agricultura, como los fertilizantes y los combustibles para el transporte y la maquinaria. Al mismo tiempo, varias perturbaciones han alterado la oferta mundial de productos agrícolas, entre las que se incluyen unas condiciones atmosféricas particularmente adversas que han afectado a los cultivos de trigo en algunos de los principales países exportadores de estos productos. Las medidas proteccionistas y la especulación en los mercados han influido también en los precios mundiales de los alimentos, aunque esta influencia es difícil de cuantificar.

Por lo que se refiere a la medida en que la perturbación en los precios internacionales de las materias primas alimentarias se ha transmitido a los consumidores en la zona del euro<sup>1</sup>, la tasa de variación interanual de los

Gráfico 19 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

<sup>1</sup> La medida en que la perturbación en los precios mundiales de los alimentos se transmite a los consumidores varía de forma significativa entre los distintos países, debido a que los mercados al por menor de alimentos de la zona del euro están segmentados a escala nacional, como consecuencia de diferencias en las preferencias locales, las estructuras de producción y las reglamentaciones, así como en las condiciones de competencia en los sectores minorista y de distribución.

precios de los alimentos elaborados alcanzó un nuevo máximo del 6,5% en febrero, al subir simultáneamente los precios de todos los subcomponentes (especialmente, los productos lácteos, los cereales y el aceite). Sin embargo, en términos intermensuales, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados se ha moderado ligeramente en los últimos meses. Si no se produce una nueva perturbación en los precios mundiales de los alimentos, en los próximos meses esta moderación debería observarse también en las tasas de variación interanual. Por el contrario, hasta el momento la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se ha visto afectada de una forma relativamente limitada, ya que se ha situado en el 3,2% en febrero, sólo ligeramente por encima de su media del 2007, y ha mostrado una escasa volatilidad en los últimos meses. No obstante, los precios de la carne (que representa la mitad de la ponderación de los alimentos no elaborados) han aumentado en los últimos meses, como consecuencia, probablemente, de las recientes subidas de los precios de los piensos. De cara al futuro, las perspectivas para los precios de los alimentos a escala internacional siguen siendo muy inciertas. Aunque es probable que persista la fuerte demanda de alimentos, la evolución de los precios de estos productos dependerá en gran medida de la celeridad con la que la oferta de productos agrícolas responda a estas presiones.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, no experimentó prácticamente cambios en febrero y se ha mantenido relativamente estable desde el principio del 2007. Hasta el momento, no existe evidencia de aceleración del crecimiento de los precios de los dos principales componentes del IAPC, es decir, los servicios y los bienes industriales no energéticos. Pese a las crecientes presiones internas sobre los costes de los bienes intermedios y a una tasa de utilización de la capacidad productiva todavía elevada en el sector manufacturero, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8% en febrero, sólo ligeramente por encima de la tasa del mes anterior y por debajo de las tasas de en torno al 1% observadas a lo largo del 2007. La evolución a corto plazo de la inflación de este componente parece haber sido atemperada notablemente por la apreciación del euro y por la intensa competencia internacional. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios, que ha estado oscilando en torno al 2,5% desde comienzos del 2007, se situó en el 2,4% en febrero. Sin embargo, esta evolución oculta el comportamiento divergente de las distintas subcategorías de servicios, como resultado de las diferentes fuentes de presiones sobre los precios. En el recuadro 2 se analizan los factores que han determinado la evolución reciente de la inflación en los precios de los servicios.

#### Recuadro 2

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN EN LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO

Los servicios desempeñan un destacado papel en la inflación de la zona del euro, dado que este sector representa el 40,9% del IAPC y que los precios de los servicios tienden a presentar tasas de crecimiento elevadas<sup>1</sup>. En este recuadro se analiza la evolución reciente de la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro a nivel agregado y desagregado, y se realiza una valoración de las presiones sobre los precios procedentes de los costes laborales y de los precios de consumos intermedios, como los alimentos y el petróleo, que algunos subsectores de los servicios de mercado utilizan de manera intensiva.

En el 2007, la inflación anual medida por el IAPC en el sector servicios de la zona del euro se incrementó hasta el 2,5% para el conjunto del año, desde el 2% del 2006 (véase cuadro A). Esta tasa fue superior a la inflación anual medida por el IAPC general para el 2007, que se situó en el 2,1%.

<sup>1</sup> La participación de los servicios en el valor añadido bruto total es mucho más elevada, en torno al 70% (aproximadamente el 50% en el caso de los servicios de mercado y alrededor del 20% en el de los servicios no de mercado), según los datos más recientes de la base de datos EU KLEMS para el 2005. Véase Timmer, M., T. van Moergastel, E. Stuijvenwold, G. Ypma, M. O'Mahony y M. Kangasniemi, «EU KLEMS growth and productivity accounts, Version 1.0», marzo del 2007. Las categorías agrupadas en los servicios de mercado figuran en el cuadro B. Los servicios no de mercado incluyen la administración pública, la educación, la asistencia sanitaria y otros servicios.

## Cuadro A Inflación medida por el IAPC en los servicios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Ponderaciones		2006	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2008	2008
	% del total de servicios	% del IAPC total									
<b>Total servicios</b>	<b>100,0</b>	<b>40,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
Servicios recreativos y personales	35,9	14,7	2,3	2,9	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1
Transporte	14,9	6,1	2,5	2,6	2,9	2,6	2,4	2,6	2,8	3,0	3,0
Comunicaciones	8,0	3,3	-3,3	-1,9	-2,1	-1,9	-1,5	-2,1	-2,3	-2,9	-3,1
Servicios de vivienda	24,6	10,0	2,5	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5
Varios	16,6	6,8	2,3	3,2	2,5	3,6	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2

Fuente: Eurostat.

Nota: Ponderaciones del IAPC para el 2008.

El aumento de la inflación interanual en los servicios fue más pronunciado en el primer semestre del año, debido, en cierta medida, a la subida del IVA en Alemania, y posteriormente experimentó un ligero retroceso. En el 2007 en su conjunto, la remuneración por asalariado en los servicios de mercado aumentó un 2,4%, en promedio, mientras que los correspondientes costes laborales unitarios se incrementaron a un ritmo sólo ligeramente más lento, como consecuencia del reducido crecimiento de la productividad del trabajo en este subsector (véase cuadro B). El índice de costes laborales por hora en los servicios de mercado registró un ascenso del 2,4% en el 2007 en su conjunto<sup>2</sup>. Los datos sobre remuneración por asalariado y el índice de costes laborales por hora apuntan a una moderación de las presiones salariales en el segundo semestre del 2007 (véase cuadro B)<sup>3</sup>.

Más recientemente, en febrero del 2008, la inflación interanual en los precios de los servicios disminuyó ligeramente, hasta el 2,4%, un nivel inferior al indicado por los datos más recientes sobre la inflación interanual medida por el IAPC general (el 3,5% en marzo, según la estimación preliminar publicada), que se ha visto afectada, en particular, por las subidas de los precios de los alimentos y de la energía, los más volátiles entre los principales componentes del índice.

Al igual que en años anteriores, los componentes de los servicios fueron los que más contribuyeron a la inflación medida por el IAPC general en el 2007. No obstante, en enero y febrero del 2008, la contribución de la energía fue similar a la de los servicios, siendo ambas de 1 punto porcentual (véase gráfico).

A nivel desagregado, la principal contribución a la inflación anual en los precios de los servicios en el 2007 fue la de los precios de los servicios recreativos y personales (el 2,9%, en tasa anual) y la de otros servicios como la educación y los servicios financieros (el 3,2%) (véase cuadro A). La inflación en estos dos subsectores ha continuado siendo elevada a principios del 2008. La inflación en los servicios recreativos y personales se ha visto impulsada por subidas superiores al 3%, en términos interanuales, en la categoría «restaurantes, cafés y servicios relacionados», que representa casi el 7% del IAPC<sup>4</sup>. En el primer semestre del 2007, la subida del IVA en Alemania parece haber contribuido al aumento de la inflación en los componentes incluidos en esta categoría que, a partir del

2 El índice de costes laborales por hora se refiere a la remuneración total de todos los asalariados dividida por todas las horas trabajadas (incluidas horas extraordinarias), y cubre principalmente el sector empresarial no agrícola. Véanse los recuadros titulados «Comparación de los indicadores disponibles de costes laborales de la zona del euro: diferencias conceptuales y comportamiento en el período 1999-2002» y «Evolución reciente de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad», en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2003 y abril del 2006, respectivamente.

3 Además, todos los indicadores de costes laborales indican presiones laborales menos intensas en los subsectores de comercio y reparaciones, hostelería, y transporte y comunicaciones que en los de intermediación financiera y de actividades inmobiliarias y de alquiler y actividades empresariales (véase cuadro B).

4 La inflación interanual en los precios de los comedores de empresa, un componente que constituye el 0,7% del IAPC, ha aumentado a un ritmo algo más lento.

### Cuadro B Indicadores de costes laborales en los servicios de mercado

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Ponderaciones		2006	2007	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV
	% de los servicios de mercado	% del total economía						
<i>Índice de costes laborales por hora</i>								
<b>Total servicios de mercado</b>	<b>100,0</b>	<b>39,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Comercio y reparaciones	37,1	14,8	2,3	1,9	1,7	2,0	1,9	1,8
Hostelería	11,6	4,6	2,8	1,8	0,8	2,2	2,3	1,7
Transporte y comunicaciones	13,7	5,5	2,0	2,5	2,1	2,9	2,6	2,5
Intermediación financiera	7,0	2,8	1,8	3,3	4,0	3,4	2,0	3,9
Actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	30,6	12,2	1,9	2,5	1,8	2,2	3,2	2,8
<i>Remuneración por asalariado</i>								
<b>Total servicios de mercado</b>	<b>100,0</b>	<b>39,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
Comercio y reparaciones; hostelería; transporte y comunicaciones	62,4	24,9	1,6	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8
Intermediación financiera; actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	37,6	15,0	1,7	2,7	3,2	2,8	2,3	2,4
<i>Costes laborales unitarios</i>								
<b>Total servicios de mercado</b>	<b>100,0</b>	<b>39,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>
Comercio y reparaciones; hostelería; transporte y comunicaciones	62,4	24,9	0,4	0,5	-0,4	0,1	0,7	1,4
Intermediación financiera; actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	37,6	15,0	2,0	3,3	3,5	3,8	2,8	3,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones corresponden a las participaciones en el 2005 en el número de asalariados registrados en las cuentas nacionales. Los datos sobre remuneración por asalariado y costes laborales unitarios en el 2007 en su conjunto son medias hasta el tercer trimestre. Las tasas de crecimiento del total de servicios de mercado no son medias ponderadas de las tasas de crecimiento de los subsectores. Las categorías que figuran corresponden a la clasificación NACE Rev. 1.1: comercio y reparaciones (G), hostelería (H), transporte y comunicaciones (I), intermediación financiera (J) y actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales (K).

segundo semestre, se vio sometida a presiones inflacionistas procedentes del pronunciado aumento de los precios de los consumos intermedios de los alimentos. Más recientemente, en enero y febrero del 2008, el IPRI de alimentos y bebidas registró, en promedio, un alza del 9,4% en tasa interanual, mientras que el índice de alimentos y bebidas tropicales (expresado en euros) del HWWI se incrementó a un ritmo aún más rápido en ese mismo período. Por el contrario, el crecimiento del índice de costes laborales por hora (disponible sólo para la categoría «hostelería») se mantuvo en un nivel moderado, el 1,8% en el 2007 en su conjunto, e incluso registró un descenso en el último trimestre del año (véase cuadro B).

En cuanto a la inflación en otros servicios, el componente más dinámico ha sido la educación (con una tasa media interanual del 9,5% en enero y febrero del 2008)<sup>5</sup>, cuyos precios se han visto afectados, en particular, por el pronunciado aumento de las tasas académicas universitarias en Alemania en abril del 2007. La inflación interanual en otros servicios relacionados con los servicios financieros ha registrado una acusada reducción recientemente, una evolución acorde con los indicios de ralentización patentes en las actividades financieras y, en parte, con origen en los efectos de base favorables asociados a la subida del impuesto sobre los seguros en Alemania en enero del 2007. La moderación de la inflación en los servicios financieros a principios del 2008 se ha producido pese a que en el 2007 hubo un período de crecimiento relativamente rápido del índice de costes laborales por hora en la intermediación financiera en general (véase cuadro B). El índice de directores de compras (PMI)

<sup>5</sup> Los grupos incluidos en la categoría «educación» son la educación infantil, primaria, secundaria, postsecundaria, no terciaria, terciaria y la educación no definible por niveles.

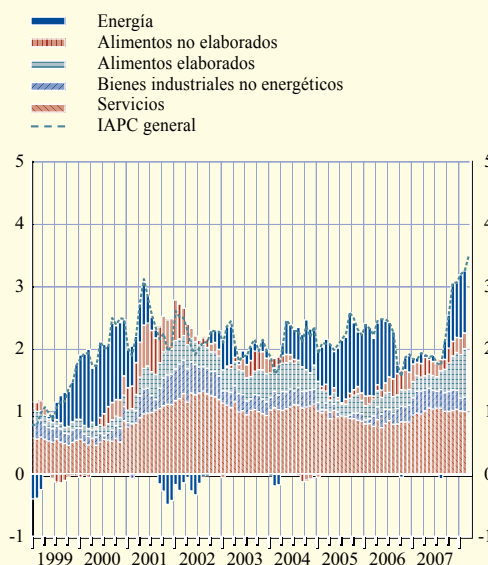
de costes totales en los servicios de intermediación financiera refleja estas presiones salariales, y aunque cayó desde el 60,2, en el cuarto trimestre del 2007, hasta el 57,7, en promedio, en enero y febrero del 2008, se mantuvo considerablemente por encima de 50, el nivel que indica que no se producen variaciones en los precios.

Entre los demás componentes de los servicios, la inflación en los precios de los servicios de transporte y de vivienda superó ligeramente la media del conjunto de los servicios en el 2007, mientras que la inflación en las comunicaciones fue negativa (véase cuadro A). A principios del 2008, la inflación en el transporte aumentó hasta el 3% en enero y febrero, mientras que los servicios de vivienda todavía registraron una inflación interanual levemente por encima de la media de los servicios, y los precios de las comunicaciones se situaron en niveles aún más bajos que los observados un año antes. En el caso de los servicios de transporte, que representan algo más del 6% del IAPC, las recientes presiones alcistas parecen haber tenido su origen, principalmente, en las subidas de los precios del petróleo. La tasa de variación interanual del IPRI de los productos de refino se incrementó en el segundo semestre del 2007 y alcanzó el 23,6% en febrero del 2008, mientras que, recientemente, el precio del Brent (expresado en euros) ha experimentado aumentos interanuales aún más rápidos. En cambio, el índice de costes laborales por hora (disponible sólo para el total de servicios de transporte y comunicaciones) indica que el crecimiento de los salarios puede haberse moderado en el segundo semestre del 2007 (véase cuadro B).

En resumen, la inflación en los precios de los servicios se ha mantenido en niveles elevados en los últimos meses. En cuanto a los subcomponentes individuales, recientemente se han detectado presiones sobre los costes de los precios de los consumos intermedios de los alimentos para los restaurantes, cafés y servicios relacionados, así como sobre los costes del petróleo para el transporte. En cambio, se han observado presiones más suaves sobre los precios de los servicios financieros, en los que, en particular, la actividad económica parece estar desacelerándose. Los datos más recientes apuntan a una moderación en el mayor ritmo de crecimiento de los salarios observado en los servicios de mercado en el 2007. No obstante, las tensiones en los mercados de trabajo constituyen un riesgo al alza para la inflación en los precios de los servicios de la zona del euro, al igual que la posibilidad de aumento de la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos de mercado con un nivel de competencia reducido.

### Contribuciones a la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación se refiere a marzo del 2008 y corresponde a la estimación preliminar de la inflación medida por el IAPC general.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La nueva elevación, en febrero del 2008, de la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, que aumentó un 5,3%, frente al 5% de enero (véase gráfico 20), apunta a la acumulación de presiones inflacionistas en las fases iniciales de la cadena de producción, como consecuencia, principalmente, de las continuas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas. Entre los componentes de estos precios, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía volvió a registrar un fuerte incremento, como resultado de la subida de los precios del crudo. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la energía, se elevó también en febrero, hasta el 3,6%, como consecuencia, básicamente, del aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios por segundo mes consecutivo, señal de cierta inversión de la trayectoria descendente observada entre octubre del 2006 y diciembre del 2007. Este ascenso es reflejo de las subidas de los precios de las materias primas industriales y del petróleo, que sólo se han visto compensadas, en parte, por la apreciación del euro. En febrero, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo permaneció por debajo de su media del 2007.

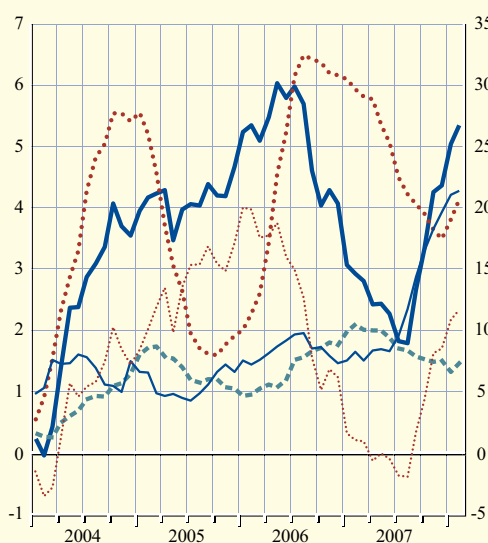
Los precios industriales de los bienes de consumo volvieron a subir en febrero, impulsados, en gran medida, por los precios industriales de los alimentos, que aumentaron un 9,5% en términos interanuales. No obstante, el descenso de la tasa de variación intermensual de este componente en el período comprendido entre noviembre del 2007 y febrero del 2008 podría indicar que la fuerte trayectoria alcista que los precios de los alimentos han seguido recientemente ha empezado a debilitarse. Concretamente, tras registrar una tasa media de variación intermensual del 1,4% entre mayo del 2007 y enero del 2008, los precios industriales de los productos lácteos, uno de los principales componentes de los alimentos, no experimentaron cambios entre enero y febrero. Pese a este moderado comportamiento a corto plazo, la evolución pasada implica todavía una importante acumulación de presiones latentes, que no han alcanzado aún a los consumidores. En particular, estas presiones podrían influir en los precios de consumo cobrados por los proveedores de servicios relacionados con los alimentos. Por el contrario, en febrero la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los precios del tabaco y de los alimentos, siguió oscilando en torno al moderado nivel observado desde el inicio del año pasado. Por tanto, todavía no se dispone de evidencia de un aumento de las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos.

Parece que los últimos datos sobre fijación de precios por parte de las empresas procedentes de la encuesta a los directores de compras de NTC Economics confirman la actual acumulación de presiones

Gráfico 20 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- ... Bienes intermedios (escala izquierda)
- - - Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- ... Energía (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

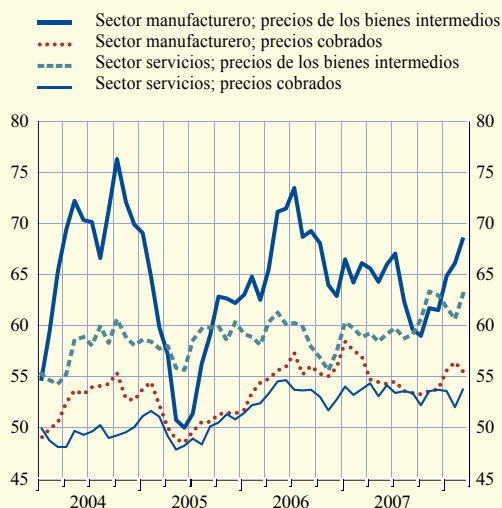
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.



inflacionistas latentes evidenciada por los datos de precios industriales (véase gráfico 21). En el sector manufacturero, el indicador de costes de los bienes intermedios registró un fuerte aumento en marzo del 2008, por tercer mes consecutivo. En opinión de los encuestados, el incremento de las presiones sobre los costes de los bienes intermedios en el sector manufacturero fue resultado del alza de los precios del petróleo, de la energía, de los metales y de los alimentos. En el sector servicios, el indicador de costes de los bienes intermedios se situó también en un nivel elevado, próximo al máximo de siete años alcanzado en noviembre del 2007, aumento que los encuestados atribuyeron a la subida de los costes de los alimentos y de la energía. En marzo se observó una evolución divergente en los indicadores de precios de producción, que disminuyeron en el sector manufacturero y aumentaron en el sector servicios. No obstante, se mantienen muy por encima de sus medias históricas.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos. Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales confirman el mantenimiento de la contención salarial en el 2007, con unas tasas medias de crecimiento interanual más o menos en línea con las del 2006 (véanse cuadro 6 y gráfico 22). Sin embargo, en el último trimestre del 2007 se observó cierto aumento, que apunta a un posible mayor crecimiento de los costes laborales en el 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se situó en el 2,7% en el cuarto trimestre del 2007, ligeramente por encima de las tasas de crecimiento registradas anteriormente en el año. Este incremento es consecuencia, fundamentalmente, de la elevación de la tasa de crecimiento interanual de los costes salariales, mientras que la tasa de crecimiento de otros costes laborales (principalmente, las cotizaciones sociales) se moderó ligeramente. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los salarios negociados y de los costes laborales totales por hora no incluyen Chipre y Malta.

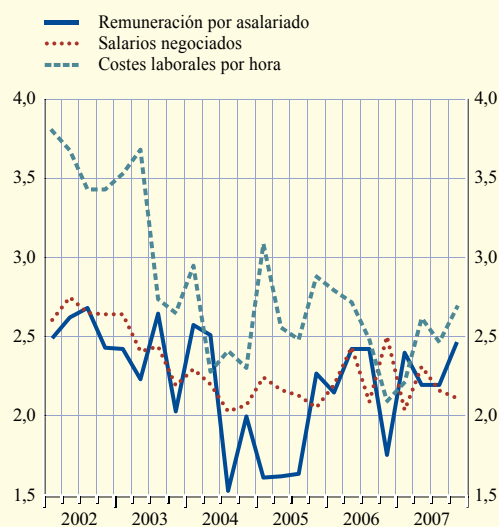
de la remuneración por asalariado aumentó hasta el 2,5% en el último trimestre del 2007. Unido a la nueva desaceleración de la productividad, este incremento se tradujo en una subida reseñable de los costes laborales unitarios, hasta el 2%, en el cuarto trimestre del 2007.

La cifra agregada de remuneración por asalariado correspondiente al año 2007 oculta una evolución sectorial divergente (véase gráfico 23). Por un lado, la tasa media de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en la industria experimentó una importante desaceleración en el 2007, en comparación con el 2006. Sin embargo, fuentes alternativas de datos (en particular, el conjunto de datos de las estadísticas a corto plazo de Eurostat) sugieren que este comportamiento se debió, principalmente, a un acusado descenso del crecimiento de los salarios en el sector energético, mientras que la evolución del crecimiento salarial en el sector manufacturero parece estar en línea con la observada en el 2006. Por otro lado, aumentó el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el sector servicios, reflejo de un pronunciado incremento del crecimiento salarial en todos los servicios de mercado, así como de algunas circunstancias extraordinarias observadas en el sector de servicios no de mercado en el 2007.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de los costes salariales continúe en el 2008, tal y como anticipaban las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo del 2008, como resultado,

**Gráfico 22 Indicadores de costes laborales**

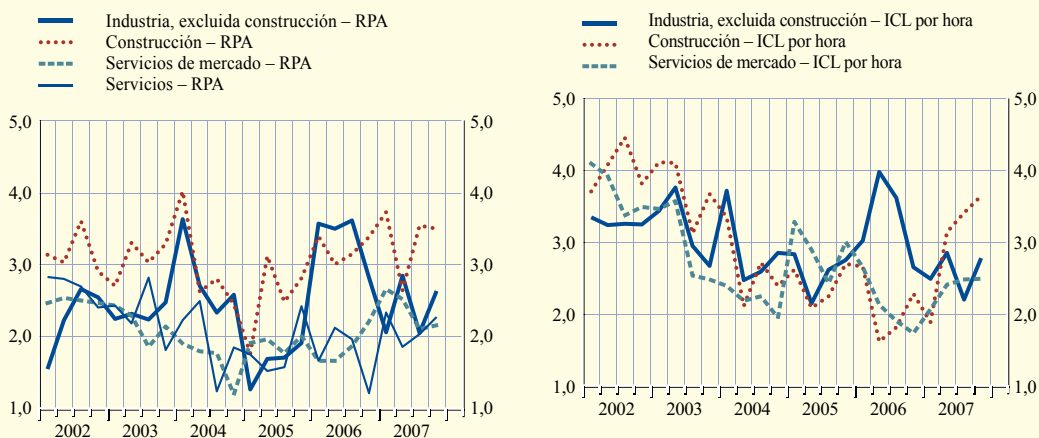
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos de la remuneración por asalariado se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

**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.

por un lado, del abandono gradual de políticas encaminadas a reducir las cotizaciones sociales y, por otro, del aumento del crecimiento salarial efectivo. Según los datos preliminares nacionales actualmente disponibles, en los primeros meses del año han comenzado a aparecer señales de aceleración del crecimiento de los salarios, que se han visto confirmadas por la información sobre las últimas negociaciones salariales mantenidas en varios países de la zona del euro, en un contexto de mayores tensiones en los mercados de trabajo.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, la inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá probablemente en niveles elevados durante cierto tiempo. A la luz de la evolución reciente de los precios del petróleo y de las actuales presiones sobre los precios de los alimentos, se espera que las tasas de inflación se mantengan bastante por encima del 2% en los próximos meses, y que se moderen de forma gradual en el transcurso del 2008. Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo siguen apuntando claramente al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de nuevos aumentos de los precios de la energía y de los alimentos, así como de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora. Existe también el riesgo de que la fijación de los precios y los salarios pueda acrecentar las presiones inflacionistas. En particular, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, podría ser mayor de lo esperado. Asimismo, el crecimiento de los salarios podría ser más dinámico de lo previsto, teniendo en cuenta la elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en los mercados de trabajo.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La información más reciente sobre la actividad económica confirma las expectativas de crecimiento económico moderado pero sostenido a principios del 2008. Las encuestas de opinión, que han señalado una disminución de la confianza desde el verano del 2007, sugieren que la moderación continuó en el primer trimestre del 2008, pese a haberse observado cierta mejora en la industria y en la construcción. No obstante, los fundamentos económicos de la zona del euro continúan siendo sólidos, y la economía de la zona no presenta desequilibrios importantes. La rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y las tasas de desempleo se han reducido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. La incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada. Las turbulencias de los mercados financieros pueden prolongarse más tiempo de lo inicialmente previsto y los riesgos en torno a las perspectivas relativas a la actividad económica están orientados a la baja.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de Eurostat de datos de las cuentas nacionales confirmó que el crecimiento del PIB real fue del 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, frente al 0,7% del trimestre precedente (véase gráfico 24). La composición del crecimiento del PIB prácticamente no se modificó con respecto a la primera estimación. Esta moderación de la actividad económica en el último trimestre se debe principalmente a la disminución de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB real fue de sólo 0,1 puntos porcentuales. El consumo privado se redujo un 0,1%, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión experimentó una ligera desaceleración, hasta el 0,8%, también en base intertrimestral, reflejando el crecimiento nulo de la inversión en construcción, pero una acusada expansión del resto de la inversión. La moderación de la demanda interna quedó compensada, en parte, por la sustancial contribución de la demanda exterior neta (0,4 puntos porcentuales) al crecimiento del PIB, como consecuencia, fundamentalmente, de la caída de las importaciones. La contribución de las existencias al crecimiento del PIB real fue ligeramente negativa, de -0,1 puntos porcentuales.

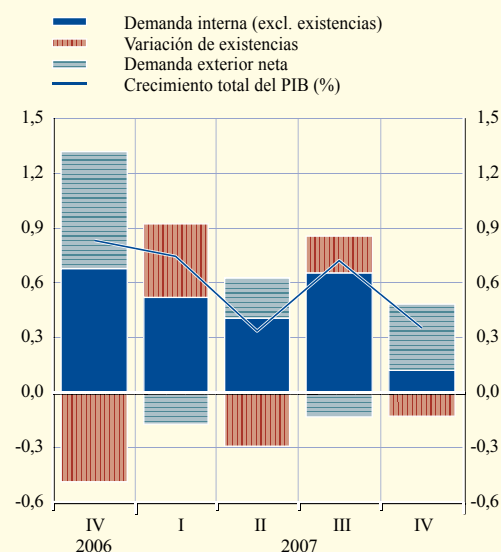
#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La contribución de los servicios al valor añadido total de la zona del euro fue de 0,2 puntos porcentuales en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con 0,4 puntos porcentuales en el trimestre anterior. La contribución de la industria al crecimiento del valor añadido en el último trimestre fue reducida, de 0,1 puntos porcentuales, frente a una contribución de 0,3 puntos porcentuales en el tercer trimestre.

La producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro repuntó hasta el 0,6%, en tasa intermensual, en enero del 2008 (véase gráfico 25), bastante por encima de las expectativas del mercado.

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.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

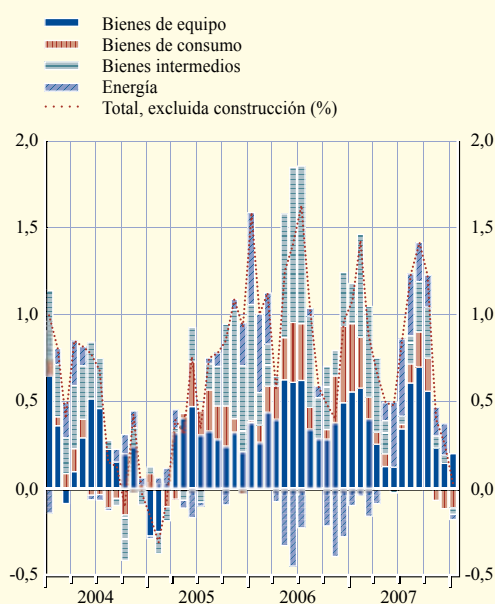
En particular, la producción de bienes de equipo fue muy elevada (el 2,7%). En enero, la producción industrial fue un 0,5% superior al nivel medio del trimestre precedente, lo que constituye un buen presagio para el primer trimestre del 2008. Esta evolución se ha respaldado en la recuperación observada en los nuevos pedidos industriales (excluidos los equipos de transporte pesado), un indicador adelantado de la producción industrial, que registró un aumento del 1,2%, en términos intermensuales, en enero.

No obstante, esta evolución positiva no debe considerarse indicativa de un cambio en la tendencia a la moderación del crecimiento observada en la industria en los últimos meses. El índice de directores de compras (PMI) de la industria manufacturera volvió a registrar un descenso en los primeros meses del 2008 (véase gráfico 26). Aunque, en promedio, este índice prácticamente no se ha modificado con respecto al último trimestre del 2007, actualmente se sitúa por debajo de su media a largo plazo, en un nivel acorde con un crecimiento sostenido pero en fase de moderación. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, que experimentó una caída en el primer trimestre del 2008, transmite una imagen similar, aunque algo más optimista porque permanece por encima de su media histórica.

La producción en la construcción registró un fuerte repunte en enero, hasta el 1,2%, en tasa intermensual, después de haber disminuido durante dos meses consecutivos. Este aumento refleja la evolución excepcionalmente positiva de Austria y Alemania (con un crecimiento intermensual del 22,3% y el 11,4%, respectivamente) y, en menor medida, de los Países Bajos (el 4,8%), como consecuencia, en parte, de unas condiciones meteorológicas muy benignas. Sin embargo, esta recuperación se ha producido tras la desaceleración observada en la actividad constructora desde finales del 2006, y es probable que su duración sea breve. Según el indicador de la Comisión Europea, la confianza de la construcción

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

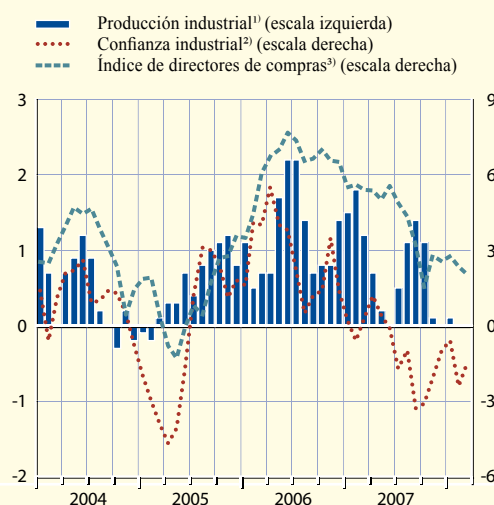
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.  
 Nota: Los datos de la producción industrial se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.  
 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.

volvió a descender en marzo del 2008 y, en promedio, en el primer trimestre del 2008 se redujo con respecto al trimestre anterior.

En cuanto a los servicios, los datos de encuestas disponibles hasta marzo apuntan a una moderación del crecimiento también en este sector. En el primer trimestre del 2008, el nivel del índice de directores de compras para la actividad comercial en los servicios se situó, en promedio, bastante por debajo del observado en el último trimestre del año pasado. En marzo del 2008, este índice volvió a disminuir, hasta el 51,6, situándose por debajo de su media histórica de 54,4. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión, que registró un nuevo descenso en marzo, muestra un panorama similar. La información disponible del detalle por subsectores sugiere que la evolución más moderada de los servicios puede ser reflejo del impacto de diversas perturbaciones que últimamente han afectado a la economía de la zona del euro. Estas perturbaciones tienen su origen en los precios de los alimentos (que han afectado a los hoteles y restaurantes), en los precios del petróleo (que han incidido sobre el transporte), y en el endurecimiento de las condiciones de financiación y en las perturbaciones financieras (que han afectado a los subsectores de actividades inmobiliarias y de intermediación financiera). Con todo, los datos de las encuestas siguen siendo acordes con el crecimiento positivo observado en los servicios en su conjunto en el primer trimestre del 2008.

En general, los datos procedentes de las encuestas para las manufacturas y los servicios sugieren que es posible que las tasas de crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2008 sean similares a las registradas en el último trimestre del año pasado.

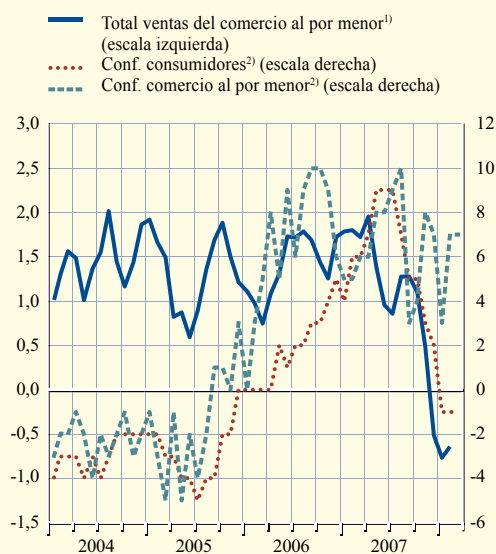
#### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

La información más reciente sobre el gasto de los hogares indica que el consumo privado se moderó significativamente a finales del 2007. El consumo privado de la zona del euro se redujo un 0,1%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con el aumento del 0,5% del trimestre anterior. Según los datos disponibles, esta evolución se debió, en parte, al descenso del gasto en bienes al por menor, con una disminución del 0,8%, en base intertrimestral, de las ventas del comercio minorista (véase gráfico 27). La caída del consumo privado en la zona del euro en el último trimestre fue reflejo, en cierta medida, de la evolución de las decisiones de los hogares sobre gasto y consumo en Alemania, donde el consumo privado experimentó una contracción notable. No obstante, también fue el resultado de la desaceleración observada en otros países de la zona, como Francia y España.

En febrero, las ventas del comercio al por menor disminuyeron un 0,6%, en términos intermensuales, invirtiendo la trayectoria positiva del mes anterior. Mientras, las matriculaciones de automóviles se incrementaron a una tasa intermensual del 3,2% en febrero, tras una caída de magnitud simi-

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

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Nota: Los datos del total de ventas del comercio al por menor se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.  
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.

lar en el mes precedente. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que recoge las percepciones de este sector, no se modificó en marzo. Este indicador, que se ha visto afectado por una volatilidad considerable en los últimos meses, se mantuvo en un nivel históricamente elevado, pero registró un descenso notable en el 2007. En marzo, la confianza de los consumidores de la zona del euro no experimentó variaciones con respecto a los dos meses anteriores, permaneciendo en un nivel por debajo de su media a largo plazo por tercer mes consecutivo. No obstante, en términos de medias móviles de tres meses, la confianza de los consumidores disminuyó, continuando con ello el movimiento a la baja que se inició a mediados del 2007. En cambio, las condiciones en el mercado de trabajo son favorables, lo que estimulará el consumo privado en el 2008.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha mostrado una clara mejora en los últimos años y, pese a la ligera desaceleración observada, esta tendencia favorable ha continuado, según los datos más recientes. Aunque las expectativas de empleo se están moderando, permanecen en un nivel elevado y confirman la valoración de que, en general, las perspectivas de este mercado son positivas. Las mejoras observadas en el mercado de trabajo se deben también a reformas estructurales. No obstante, todavía hay margen para introducir nuevas reformas, como se señala en la actualización de las directrices integradas para la aplicación de la estrategia de Lisboa (véase recuadro 3).

### Recuadro 3

#### LA ACTUALIZACIÓN DEL 2008 DE LAS DIRECTRICES INTEGRADAS DE LA ESTRATEGIA DE LISBOA

En marzo del 2008, el Consejo Europeo puso en marcha el ciclo 2008-2010 de la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo. Entre otros objetivos, la estrategia de Lisboa tiene por objeto potenciar el crecimiento económico, la productividad y la utilización del factor trabajo en la economía europea.

La estrategia de Lisboa se renovó en la primavera del 2005, cuando el Consejo Europeo aprobó un nuevo marco de gobernanza. Un aspecto fundamental de este nuevo marco son las Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo, que abarcan un ciclo político de tres años y aúnan las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo<sup>1</sup>. Al valorar los resultados alcanzados al final del ciclo 2005-2008, el Consejo Europeo de marzo del 2008 llegó a la conclusión de que la estrategia de Lisboa estaba empezando a dar resultados y confirmó que las Directrices Integradas actuales siguen constituyendo el marco adecuado para la adopción de políticas económicas encaminadas a potenciar el crecimiento y el empleo en Europa. Por consiguiente, las Directrices Integradas no se han modificado, y en el nuevo ciclo (2008-2010), los esfuerzos deberían centrarse en la aplicación de reformas<sup>2</sup>. En lo que respecta a la zona del euro, el Consejo observó que continuaba siendo necesario poner en práctica considerables medidas de reforma para preparar a los países para los retos de la globalización, fortalecer las bases del éxito económico y asegurar el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Entre las recomendaciones para la zona del euro se incluyen las siguientes: la consecución de los objetivos de medio plazo en materia

1 Véase el recuadro titulado «Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo relativas al período 2005-2008», en el Boletín Mensual de agosto del 2005.

2 Véase el documento titulado «Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo (2008-2010), incluido el proyecto de recomendación del Consejo sobre las Orientaciones generales de política económica de los Estados miembros y la Comunidad» en el borrador de informe del Consejo ECOFIN al Consejo Europeo sobre Orientaciones generales de política económica 2008-2010 de 28 de febrero de 2008.

de saneamiento presupuestario, en consonancia con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la mejora de la calidad de las finanzas públicas mediante el análisis del gasto público y de los impuestos, el fomento de la competencia, especialmente en los servicios, y la mejora de la flexibilidad y la seguridad de los mercados de trabajo. En este recuadro se analizan los progresos realizados en la aplicación de las directrices, así como las recomendaciones para el nuevo ciclo 2008-2010.

### **Progresos en el ámbito de las reformas de política económica**

Las condiciones económicas han sido favorables desde el año 2005, cuando se relanzó la estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo. Esto se ha plasmado en una tasa media de crecimiento anual del PIB de la zona del euro del 2,4% para el período 2005-2007 y en una caída de la tasa de paro desde el 8,8% en el 2005 hasta el 7,4% en el 2007. Aunque la evolución positiva del mercado de trabajo es reflejo, principalmente, de efectos cíclicos, también se dispone de evidencia de un componente estructural asociado a reformas anteriores aplicadas por países de la zona del euro.

Los progresos realizados en la aplicación de reformas estructurales se han traducido en unos niveles más elevados de empleo, en particular entre las mujeres y las personas de más edad. Además, varios países de la zona del euro han obtenido resultados satisfactorios en la aplicación de medidas para aumentar la competencia en determinadas áreas de los servicios, y algunos han reducido la carga administrativa y han puesto en práctica medidas para facilitar la creación de empresas. En cuanto a las finanzas públicas, varios países han logrado avances significativos para conseguir situaciones presupuestarias saneadas. Además, algunos han informado de medidas adoptadas para tratar de reducir el gasto público y mejorar su composición, mientras que otros han anunciado medidas relacionadas con los ingresos que tienen por objeto reducir las distorsiones derivadas de los sistemas impositivos y de los gastos de administración.

### **Retos que subsisten**

Aunque estos logros son alentadores, los países de la zona del euro todavía presentan debilidades estructurales que plantean dificultades en lo que respecta a la oferta de mano de obra, la creación de puestos de trabajo, la innovación y la implantación de avances tecnológicos, y que limitan su capacidad para responder a perturbaciones de carácter económico.

En los últimos años, el crecimiento de la productividad ha continuado siendo moderado, limitando el crecimiento general de la renta. Por consiguiente, la mejora sostenida del crecimiento de la productividad sigue siendo un reto crucial para las políticas económicas de la zona del euro<sup>3</sup>. Este es el caso, en particular, de varios sectores de los servicios en los que el crecimiento de la productividad se ha estancado. En el período 1995-2005, el crecimiento de la productividad del trabajo de la zona del euro disminuyó, en comparación con los quince años anteriores, en la mayor parte de los sectores no relacionados con las tecnologías de la información y las comunicaciones, y especialmente en el de servicios de mercado, incluidas la distribución y los servicios financieros y empresariales, mientras que en Estados Unidos y en otros países se aceleró considerablemente. Por consiguiente, es imprescindible que los países de la zona del euro pongan en práctica medidas para fomentar la competencia, incluidas medidas coordinadas entre países. Esto puede lograrse reduciendo las rigideces en los mercados de productos, en particular en los mercados energéticos, y aplicando íntegramente la Directiva

<sup>3</sup> En el artículo titulado «Evolución de la productividad y política monetaria», publicado en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2008, figura un análisis detallado de la evolución de la productividad en la zona del euro.



de Servicios<sup>4</sup>. La puesta en práctica de otras medidas de reforma en los mercados de servicios y de productos con el objeto de aumentar la competencia transfronteriza y la integración de los mercados en los distintos países de la zona del euro reforzaría los incentivos de las empresas para eliminar ineficiencias, mejorar sus resultados e innovar. Esto incrementaría su capacidad para ajustarse con suavidad y rapidez a perturbaciones económicas<sup>5</sup>, y también proporcionaría incentivos para ampliar el gasto en investigación y desarrollo, que en el año 2006 fue inferior al 2% del PIB, en promedio, en los países de la zona, siendo muy probable que no se logre el objetivo de Lisboa de alcanzar el 3% del PIB para el 2010. En ocasiones, las medidas para mejorar el entorno empresarial se han aplicado de manera poco sistemática, en lugar de formar parte de un enfoque integrado orientado a fomentar la iniciativa empresarial, especialmente entre las pequeñas y medianas empresas.

Además, aunque se han alcanzado niveles más elevados de empleo, muchos países de la zona del euro todavía no han cumplido el objetivo de Lisboa de lograr una tasa general de empleo del 70%, y las tasas de empleo siguen siendo bajas en comparación con otros países de la OCDE. El desempleo, tanto de larga duración como en determinados segmentos del mercado de trabajo, especialmente entre los jóvenes, continúa siendo excesivamente alto en varios países. La adopción de políticas que den cabida a la diferenciación salarial e incrementen la flexibilidad del mercado de trabajo, como el aumento del trabajo a tiempo parcial y del trabajo temporal, podrían ayudar a abordar estos problemas y también a aliviar el fenómeno de segmentación entre «trabajadores ocupados parados (insider-outsider)» en el mercado de trabajo europeo. Los sistemas impositivos y de prestaciones sociales podrían ser objeto de nuevas reestructuraciones con el fin de reducir al mínimo la falta de incentivos para el empleo y la inversión<sup>6</sup>.

De cara al futuro, el aumento de la oferta de mano de obra y del empleo contribuiría a contrarrestar los efectos económicos y presupuestarios del envejecimiento de la población. A este respecto, los países también deben adoptar medidas para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas acelerando el ritmo de saneamiento presupuestario, introduciendo nuevas reformas en los sistemas de pensiones y de atención sanitaria, y reorientando los ingresos y el gasto públicos hacia usos más productivos.

### Es esencial continuar con los esfuerzos de reforma

En general, es esencial asegurar que los países de la zona del euro continúen aplicando políticas macroeconómicas que tengan por objeto potenciar el crecimiento y el empleo, mantener unas posiciones presupuestarias saneadas y sostenibles, y mejorar la eficiencia de los ingresos y el gasto públicos con el fin de afrontar los problemas expuestos anteriormente. La aplicación de políticas estructurales adecuadamente diseñadas que promuevan la flexibilidad en los mercados de productos y de trabajo, potencien la educación y la formación, y promuevan la investigación y el desarrollo, es crucial para el comportamiento a largo plazo y el correcto funcionamiento de una economía. Esto es especialmente válido en una unión monetaria como la zona del euro, en la que las políticas moneta-

4 La Directiva relativa a los servicios en el mercado interior, que tiene por objeto fomentar la libertad de establecimiento de las empresas de la UE en otros Estados miembros y la libre circulación de servicios, fue adoptada por el Parlamento Europeo y el Consejo en diciembre del 2006, y la transposición a la legislación nacional por los Estados miembros debe efectuarse para finales del 2009. Véase el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector de servicios de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2007.

5 En el artículo titulado «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2007, figura un análisis detallado del nivel de competencia en el sector servicios de la zona del euro y de sus efectos sobre la productividad del trabajo y sobre los precios.

6 En el artículo titulado «Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», publicado en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2007, figura un análisis de la evolución estructural reciente de los mercados de trabajo de la zona del euro.

rias y cambiarias nacionales ya no pueden utilizarse como mecanismos de ajuste<sup>7</sup>. La estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo constituye el marco adecuado para que los países de la zona del euro aceleren los esfuerzos de reforma estructural, y ahora es esencial la puesta en práctica de la

7 Véase Leiner-Killinger, N., V. López Pérez, R. Stiegert y G. Vitale, «Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy», ECB Occasional Paper No 66, julio 2007.

## DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,1% en febrero, sin variaciones con respecto a enero (véase gráfico 28). Esta tasa es la más reducida desde principios de la década de los ochenta. El número de parados se redujo en 59.000 personas en febrero, una tasa de variación ligeramente inferior al descenso medio intermensual observado en los dos trimestres precedentes. En términos interanuales, el paro disminuyó en 700.000 personas con respecto a febrero del 2007. La tasa de paro se mantuvo estable o se redujo en todos los países de la zona del euro, excepto en Luxemburgo, Irlanda y España, donde aumentó. Estos dos últimos países registraron un auge en la actividad en el sector de la construcción en los años precedentes, y el empleo está resultando afectado por el hecho de que la actividad constructora se ha enfriado muy rápidamente en los últimos meses.

## EMPLEO

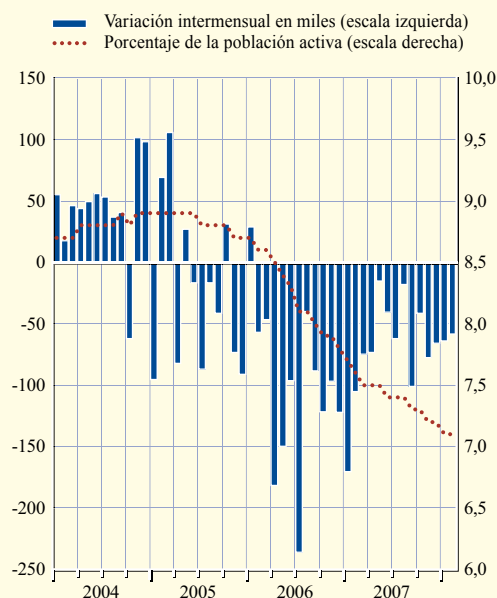
En consonancia con el dinamismo observado en la actividad económica de la zona del euro, el empleo creció sustancialmente en los años 2006 y 2007, en comparación con el 2005 (véase cuadro 7), y la información disponible apunta a que la expansión continuó a principios del 2008.

El empleo en la zona del euro creció un 0,2%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2007, tras un aumento del 0,4% en el trimestre precedente. El detalle por sectores muestra que la moderación del crecimiento del empleo en el segundo semestre del 2007 fue prácticamente generalizada en todos los sectores, con una desaceleración más pronunciada en la construcción. En los servicios, el subsector de comercio y transporte y el de servicios financieros y empresariales fueron los que registraron las tasas de crecimiento del empleo más bajas en el segundo semestre del 2007.

La positiva evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado a principios del 2008, según datos de encuestas disponibles hasta marzo (véase gráfico 29). Según la encuesta a directores de compras de NTC Economics, la creación de puestos de trabajo continuó en marzo en la industria y en los servicios. Las expectativas de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea arrojan resultados similares. Pese al ligero descenso de los indicadores de empleo observado en ambas encuestas en los últimos meses, hasta ahora, las condiciones

Gráfico 28 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

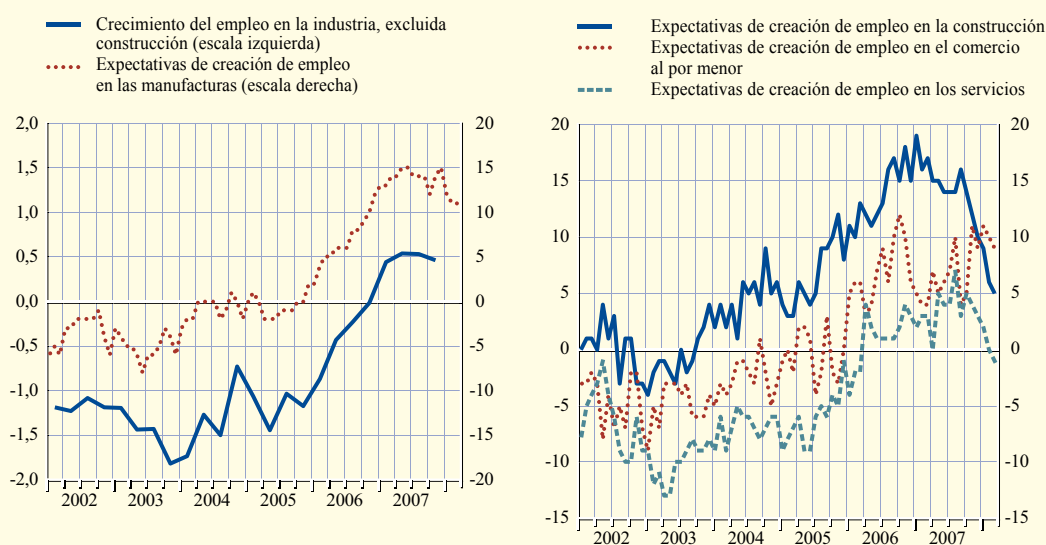
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

del mercado de trabajo no se han visto afectadas, en líneas generales, por el reciente aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo (por persona ocupada) fue del 0,5% en el cuarto trimestre del 2007, en comparación con el 0,8% del trimestre precedente (véase gráfico 30). A nivel de sectores, la caída del crecimiento de la productividad registrada en el segundo semestre del 2007 tiene su origen, principalmente, en los servicios. Los datos de encuestas a los directores de compras de febrero del 2008 apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo volvió a experimentar un leve deterioro en el primer trimestre del 2008, en particular en los servicios.

**Gráfico 29 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.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

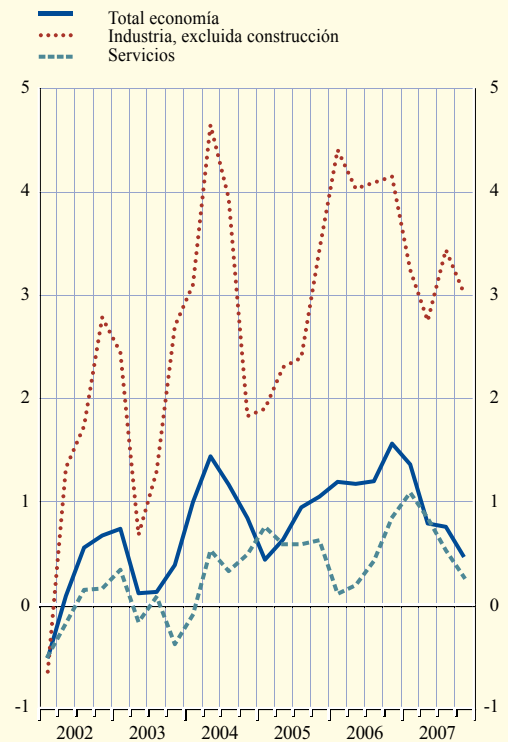
La información más reciente sobre la actividad económica confirma las perspectivas de moderación del crecimiento económico en torno a finales del 2007 y principios del 2008. Tras registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,4% en el cuarto trimestre del 2007, los resultados de las encuestas de opinión, que han seguido una tendencia a la baja desde el verano del 2007, continúan, en general, en niveles acordes con el crecimiento observado.

De cara al futuro, se prevé que tanto la demanda interna como la externa respalden un crecimiento sostenido del PIB real en la zona del euro en el 2008, aunque en menor medida que en el 2007. Aunque el crecimiento de la economía mundial se está moderando, se espera que se mantenga resistente, beneficiándose, en particular, del fuerte crecimiento observado en las economías emergentes, que debería seguir respaldando la demanda exterior de la zona del euro. Por su parte, el crecimiento de la inversión en la zona del euro debería continuar favoreciendo la actividad económica, ya que la utilización de la capacidad productiva es elevada, la rentabilidad se ha mantenido y no hay señales importantes de restricciones en la oferta de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, como consecuencia de las mejores condiciones económicas y de la moderación salarial, el empleo y la tasa de actividad han aumentado considerablemente y las tasas de desempleo han caído hasta niveles no observados en los últimos veinticinco años. Aunque el crecimiento del consumo se ha moderado como consecuencia del impacto de las subidas de los precios de la energía y de los alimentos sobre el poder adquisitivo, debería seguir contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible.

La incertidumbre en torno a estas perspectivas de crecimiento económico continúa siendo elevada, y persisten los riesgos orientados a la baja. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con las turbulencias de los mercados financieros, que podrían prolongarse más de lo inicialmente previsto y tener una incidencia más generalizada de lo actualmente esperado sobre la economía real. Además, los riesgos a la baja también tienen su origen en el impacto moderador sobre el consumo y la inversión de nuevas subidas no previstas de los precios de la energía y de los alimentos, así como en presiones proteccionistas y en una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En marzo del 2008 el euro se apreció en términos efectivos nominales después de tres meses de relativa estabilidad. Esta apreciación fue de carácter generalizado y, el 9 de abril, la moneda única se situaba un 3,5% por encima del nivel registrado a finales del 2007 en términos efectivos nominales.

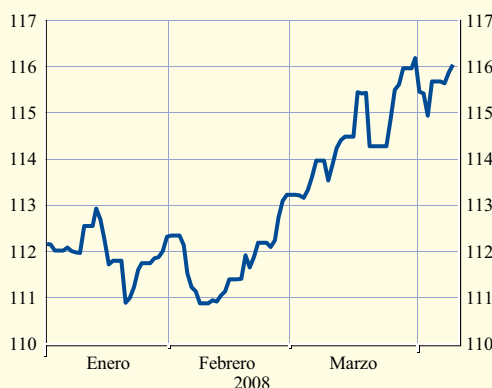
#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 9 de abril de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 socios comerciales importantes de la zona del euro— cotizaba un 3,5% por encima del nivel observado a finales del 2007 y casi un 8% por encima de la media de ese año (véase gráfico 31). Durante el mes de marzo, el euro experimentó un considerable fortalecimiento, debido en parte a su apreciación frente al dólar estadounidense, dado que la renovada inquietud respecto a la evolución de los mercados de crédito mundiales hizo que los participantes en los mercados esperasen un aumento del diferencial entre los tipos de interés oficiales de Estados Unidos y los de la zona del euro en un entorno de significativas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento para Estados Unidos. Esta apreciación del euro contrasta con su relativa estabilidad en los tres meses transcurridos hasta mediados de febrero. Desde una perspectiva de más largo plazo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se sitúa actualmente un 12% por encima de la media del 2005. Esta apreciación es atribuible, principalmente, a un fortalecimiento de la moneda única frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés (véase gráfico 31).

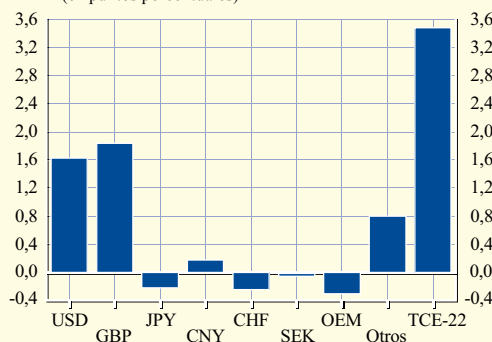
Además de su apreciación frente al dólar estadounidense, la subida del tipo de cambio efectivo nominal del euro en marzo refleja asimismo un fortalecimiento más generalizado de la moneda única, especialmente frente a la libra esterlina, el won coreano y el dólar canadiense. Por el contrario, desde finales del 2007, el euro se ha depreciado frente al franco suizo y el yen japonés. La apreciación del tipo de cambio efectivo del euro en marzo también tuvo relación con un rápido incremento de la volatilidad esperada de los principales tipos de cambio bilaterales en el corto plazo, implícita en los precios de las opciones sobre divisas, mientras que

Gráfico 31 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>

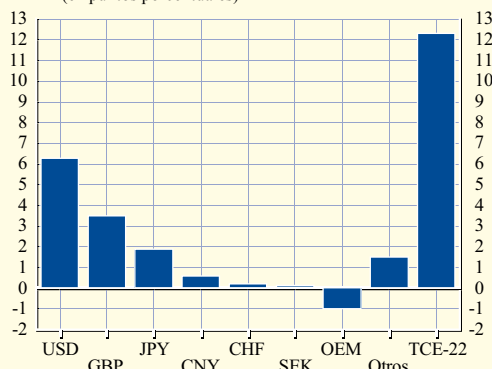
(datos diarios)  
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>  
Del 31 de diciembre de 2007 al 9 de abril de 2008  
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>  
Del 2005 al 9 de abril 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.

esta medida de la volatilidad se había mantenido, en general, estable en los dos meses anteriores.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios, en marzo del 2008, el tipo de cambio efectivo real del euro, deflactado por el IPC y calculado frente a las monedas de 22 socios comerciales importantes de la zona del euro, cotizaba un 8% por encima de la media del 2007.

### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los dos primeros meses del 2008, el tipo de cambio del dólar estadounidense frente al euro se movió, en general, dentro de unos intervalos estrechos oscilando en torno a 1,47 dólares. Desde finales de febrero, el euro registró una súbita apreciación y, el 9 de abril, la moneda única había ganado algo más de un 7% frente al dólar. El fortalecimiento del euro refleja el hecho de que los datos macroeconómicos publicados para Estados Unidos fuesen más desfavorables de lo previsto, la renovada inquietud respecto a la evolución del crédito y las consiguientes expectativas de los participantes en los mercados de que se produjeran nuevas reducciones de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en el primer semestre del 2008. A partir de entonces, la moneda única ha tendido a mantenerse, en general, estable frente al dólar en un contexto de expectativas históricamente altas respecto a la volatilidad de los tipos de cambio en el corto plazo. El 9 de abril, el euro cotizaba a 1,57 dólares, un 6,8% por encima del nivel observado a finales de diciembre del 2007 y un 14,7% por encima de la media de ese año (véase gráfico 32).

### YEN JAPONÉS /EURO

En los tres últimos meses, las oscilaciones que caracterizaron al tipo de cambio del euro frente al yen japonés desde el verano del 2007 han tendido a reducirse. No obstante, las expectativas respecto a la futura volatilidad del tipo de cambio entre las dos monedas se han mantenido en niveles persistentemente próximos a los máximos históricos, lo que podría haber desalentado las posibles actividades de carry trade. En parte como consecuencia de esta elevada percepción del riesgo, en los tres últimos meses la moneda japonesa ha cotizado en torno a niveles más altos que los observados a finales del 2007. El deterioro de las perspectivas macroeconómicas de Japón no parece haber afectado al yen japonés, posiblemente porque la atención de los participantes en los mercados ha seguido centrada, sobre todas las cosas, en la evolución del mercado mundial de crédito. El 9 de abril de 2008, el euro cotizaba a 161,36 yenes, un 2,2% por debajo del nivel observado a finales de diciembre del 2007 y prácticamente al mismo nivel que la media de ese año (véase gráfico 32).

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio

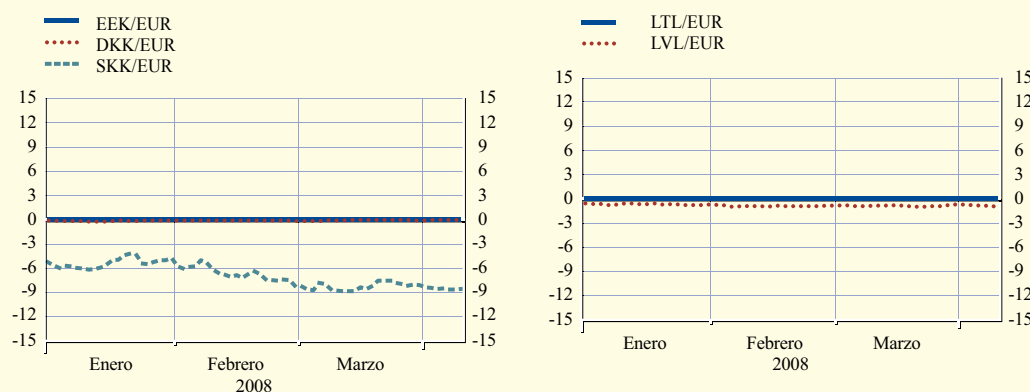
(datos diarios)



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  $\pm 15\%$ .

### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de diciembre del 2007, 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 paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 33). La corona eslovaca que, tras la revaluación de marzo del 2007, siguió cotizando en la zona fuerte de su nueva paridad central, se ha fortalecido nuevamente desde comienzos del 2008. En conjunto, la apreciación frente al euro entre finales de diciembre del 2007 y el 9 de abril del 2008 fue del 3,5%, lo que se ha traducido en una desviación del 8,6% respecto a su paridad central en el MTC II. El lats letón se ha mantenido, en general, estable frente al euro en los tres primeros meses del 2008 y, el 9 de abril, cotizaba un 0,8% por encima de la paridad central de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales del 2007 y el 9 de abril de 2008, el euro se apreció casi un 9% frente a la libra esterlina. La apreciación del euro frente a la libra, que ya fue rápida en los dos últimos meses del 2007 al aumentar las expectativas de los mercados respecto a nuevos recortes de los tipos de interés en el Reino Unido, se frenó en enero y se intensificó en febrero y marzo del 2008. En los tres primeros meses de este año, el euro se apreció un 1,7% frente al leu rumano y se depreció alrededor de un 6% frente a la corona checa y de un 4% frente al zloty polaco.

### OTRAS MONEDAS

Entre finales de diciembre del 2007 y el 9 de abril de 2008, el euro se depreció un 3,7% frente al franco suizo y se apreció un 10,3% frente al dólar canadiense y un 1,1% frente al dólar australiano, y se mantuvo, en general, estable frente a la corona noruega. Al mismo tiempo, la moneda única se fortaleció frente a algunas de las monedas de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro, especialmente frente al won coreano (11,4%) y frente al dólar de Hong Kong (6,7%). Durante el mismo período, el euro se apreció casi un 2,5% frente al renminbi chino.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 1,3 mm de euros (en cifras desestacionalizadas) en el período de doce meses transcurrido hasta enero del 2008, en comparación con el déficit de 11,6 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en un aumento del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 118,7 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2008, frente a unas entradas netas de 213,7 mm de euros un año antes. Este descenso se debió, principalmente, a una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera.

### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los datos más recientes sobre la balanza de pagos indican que las exportaciones nominales de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 0,6%, en cifras desestacionalizadas, en los tres meses transcurridos hasta enero del 2008, lo que representa una acusada desaceleración en comparación con la evolución observada en el período de tres meses que concluyó en octubre del 2007 (véase cuadro 8). Aunque el crecimiento de las exportaciones de servicios también experimentó un descenso, la

**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	
	2007 Dic	2008 Ene	2007 Abr	2007 Jul	2007 Oct	2008 Ene	2007 Ene	2008 Ene
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-3,5	-10,6	0,0	3,2	1,9	-4,6	-11,6	1,3
Bienes	-1,9	0,1	5,3	5,3	5,9	0,9	21,7	52,1
Exportaciones	125,9	131,1	122,9	124,3	128,0	128,4	1.398,0	1.511,0
Importaciones	127,8	131,0	117,6	119,1	122,1	127,5	1.376,4	1.458,9
Servicios	3,9	4,2	4,5	3,5	4,2	4,0	39,0	48,5
Exportaciones	40,4	40,8	38,8	38,7	39,7	40,3	431,7	472,7
Importaciones	36,6	36,6	34,3	35,2	35,5	36,4	392,7	424,2
Rentas	0,6	-4,7	-0,9	-0,3	-0,2	-1,5	2,7	-9,0
Transferencias corrientes	-6,0	-10,3	-8,8	-5,3	-8,0	-8,0	-75,0	-90,3
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-21,2	29,1	1,2	7,8	-9,5	-1,1	162,1	-4,8
Total inversiones directas y de cartera netas	-17,5	22,1	25,8	12,8	-7,1	8,1	213,7	118,7
Inversiones directas netas	-21,0	-32,2	-3,2	-19,8	-5,4	-13,9	-141,9	-127,2
Inversiones de cartera netas	3,5	54,3	29,0	32,6	-1,7	22,1	355,6	246,0
Acciones y participaciones	-1,1	55,9	8,0	41,5	-4,0	15,3	207,6	182,4
Valores distintos de acciones	4,6	-1,6	21,0	-8,9	2,3	6,8	147,9	63,6
Bonos y obligaciones	14,0	28,0	20,4	-2,2	-0,2	17,0	215,7	104,9
Instrumentos del mercado monetario	-9,4	-29,6	0,6	-6,7	2,5	-10,2	-67,7	-41,3
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	-0,9	3,3	1,9	0,8	2,9	0,6	12,1	8,4
Importaciones	3,1	1,9	0,7	1,5	2,2	3,9	13,5	6,4
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	-1,7	4,1	0,9	1,1	3,0	0,3	13,9	8,1
Importaciones	3,5	2,5	0,2	1,2	2,6	4,4	15,6	6,0
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	1,7	0,9	5,0	-0,2	2,5	1,7	6,5	9,5
Importaciones	1,9	0,0	2,6	2,5	0,8	2,5	6,4	8,0

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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



desaceleración se debió principalmente a la evolución de las exportaciones de bienes. Las importaciones nominales de bienes y servicios repuntaron durante el mismo período, aumentando hasta el 2,9% en cifras desestacionalizadas.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta diciembre del 2007, indica que la caída de la tasa de crecimiento de las exportaciones nominales en el último trimestre del 2007 es atribuible, principalmente, al comportamiento de las exportaciones en términos reales. La desaceleración refleja, en gran medida, la evolución de la demanda exterior, sobre todo, la moderación de la demanda de importaciones de Estados Unidos, Reino Unido y otros Estados miembros de la UE. Aunque la pérdida de competitividad en términos de precios como consecuencia de la apreciación del euro también ha tenido un efecto de atenuación, dicho efecto parece haber sido relativamente poco acusado, debido, en parte, al moderado crecimiento de los precios de exportación, que volvieron a bajar en el último trimestre del 2007, lo que indica que las empresas de la zona del euro podrían haber reducido sus márgenes para contrarrestar, en cierta medida, el descenso de la competitividad en términos de precios como consecuencia de la apreciación del euro. A pesar de la reciente caída de las exportaciones en términos reales, cabe señalar que, en el 2007, las exportaciones registraron un comportamiento dinámico por cuarto año consecutivo (véase recuadro 4).

Recuadro 4

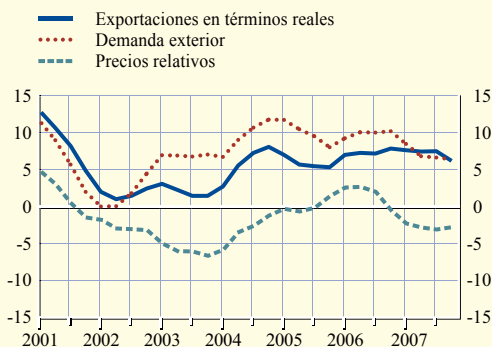
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES A PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

Pese a haber registrado una ligera desaceleración, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguieron creciendo de forma dinámica en el 2007, en torno a un 6% (en términos reales) en comparación con un 8% en el 2006. Para poner debidamente en perspectiva la evolución reciente, se analizan a continuación las tendencias a medio plazo considerando, de forma más general, los principales factores determinantes del comportamiento de las exportaciones de la zona del euro.

Tras un período de crecimiento más bien moderado desde el año 2001 hasta finales del 2003, las exportaciones reales a países no pertenecientes a la zona del euro repuntaron con fuerza en el 2004, iniciando una fase de expansión sostenida y de altas tasas de crecimiento. A pesar de la desaceleración observada hacia finales del año, el 2007 fue el cuarto año consecutivo de sólido crecimiento de las exportaciones de la zona (véase gráfico A). El auge de las exportaciones en términos reales observado desde el 2004 parece haber tenido su origen, en gran medida, en la evolución de la demanda exterior, lo que, a su vez, refleja el dinamismo de la economía mundial y la rápida expansión del comercio internacional durante este período. A las exportaciones reales de la zona del euro les ha favorecido, en particular, el fuerte aumento de la demanda de importaciones en los mercados emergentes de Asia, los países exportadores de petróleo y los países que se han incorporado a la Unión Europea a partir del 2004.

Gráfico A Exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



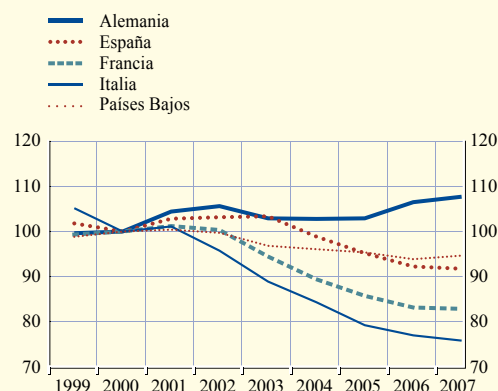
Fuentes: BCE, Eurostat.

Nota: Los precios relativos se calculan dividiendo los precios de exportación de los competidores por los precios de exportación a los países no pertenecientes a la zona del euro (expresados, en ambos casos, en euros). Una subida de los precios refleja un aumento de la competitividad. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre del 2007.

El sólido crecimiento de la demanda exterior ha compensado con creces el efecto moderador de la apreciación del euro. Por su parte, los precios de exportación sólo han experimentado una ligera subida desde el 2006, lo que ha contribuido a atenuar, en cierta medida, las pérdidas de competitividad en términos de precios de la zona del euro. Por un lado, la moderación de los precios de exportación refleja el ajuste de los márgenes, por parte de las empresas de la zona del euro, para contrarrestar la caída de la competitividad precio; por otro lado, también podría reflejar una evolución más favorable en lo que respecta a los costes, ya que el fortalecimiento del euro ha reducido el precio de los bienes intermedios importados, protegiendo, hasta cierto punto, a la zona del euro de la escalada de los precios del petróleo y de otras materias primas. En este contexto, el efecto negativo del alza de los precios del petróleo se ha atenuado también en parte con el aumento de las exportaciones de la zona a los países exportadores de petróleo<sup>1</sup>.

**Gráfico B Cuota de mercado de exportación de algunos países de la zona del euro**

(índice, 2000 = 100; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

No obstante, aunque es evidente que a la zona del euro le han beneficiado la creciente integración de los mercados emergentes en la economía mundial y el sólido crecimiento del comercio mundial en la última década, el hecho de que países competitivos en términos de costes se hayan convertido en importantes exportadores también ha planteado desafíos cada vez mayores. Como puede observarse en el gráfico A, las exportaciones en términos reales crecieron, en general, a un ritmo más lento que la demanda exterior en el período comprendido entre el 2002 y el 2006, lo que refleja las pérdidas de cuota en los mercados de exportación experimentadas por la zona del euro en los diez últimos años. Aunque ello se deba, en parte, a un descenso de la competitividad en términos de precios frente a otras economías industrializadas competidoras, el aumento de la cuota de exportación de China parece ser la contrapartida más importante del descenso en las cuotas de exportación de la zona del euro y de otros grandes socios comerciales observado en este período.

Con todo, existen diferencias importantes en la evolución de las exportaciones entre los distintos países de la zona del euro. Mientras que Alemania ha incrementado su cuota de mercado en los últimos años, la desfavorable evolución de los precios y los costes parece haber sido la principal causa del comportamiento más deficiente de las exportaciones en otros países (véase gráfico B). Hasta cierto punto, estas discrepancias pueden reflejar también diferencias en la especialización en las exportaciones. Por ejemplo, algunos países parecen concentrarse excesivamente en los sectores intensivos en trabajo, en los que las economías emergentes presentan una ventaja comparativa. Además, la especialización por sectores también puede ser la causa de que algunos países de la zona del euro hayan sido más sensibles a los movimientos de los tipos de cambio. Los países que están más especializados en bienes de consumo o intermedios, o en sectores cuyos productos se comercian principalmente en dólares estadounidenses, tienden a verse más afectados por dichos movimientos que los que presentan un mayor grado de especialización en exportaciones de bienes de equipo.

<sup>1</sup> Véase más información en el recuadro 8 del Boletín Mensual de abril del 2007, titulado «Reciclaje de la factura del petróleo y exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro».

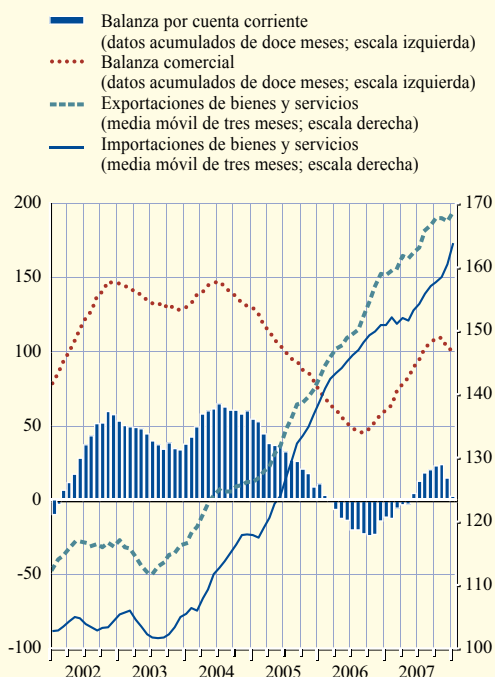
En conjunto, este análisis sugiere que, a pesar de la apreciación del euro, las exportaciones de la zona del euro siguieron creciendo con dinamismo en el 2007, impulsadas, principalmente, por el sólido crecimiento sostenido de la demanda exterior. De cara al futuro, los datos más recientes sobre las exportaciones reales a países no pertenecientes a la zona del euro y los datos de las encuestas sobre las carteras de pedidos exteriores apuntan a un gradual debilitamiento del crecimiento de dichas exportaciones a principios del 2008. Posteriormente, las perspectivas de las exportaciones de la zona a esos países dependerán, en gran medida, de cómo evolucione la demanda exterior. A este respecto, se espera que el crecimiento económico mundial siga siendo sólido gracias a la dinámica situación económica de los mercados emergentes. No obstante, se prevé que la actividad, a escala mundial, sea menos vigorosa que en años anteriores, como consecuencia, principalmente, de la desaceleración económica en Estados Unidos.

Por lo que respecta a las importaciones, su evolución en términos reales en el cuarto trimestre del 2007 fue bastante paralela a la de la demanda de la zona del euro, especialmente en lo que se refiere a las categorías de gasto intensivas en importaciones, como los gastos de capital y, en particular, las exportaciones. Por consiguiente, el descenso de las importaciones reales fue especialmente acusado en el caso de los bienes de capital e intermedios. El impacto al alza sobre las importaciones reales que, ceteris paribus, debería haber tenido la apreciación del euro se compensó con una moderación de la demanda en la zona del euro y el fuerte aumento sostenido de los precios de importación. El incremento de las importaciones en términos nominales en el último trimestre del 2007 se debió a la subida de los precios de importación (un 2% con respecto al trimestre anterior). La subida refleja, principalmente, el alza de precios de los productos petrolíferos y, en menor medida, un ligero repunte del precio de las materias primas distintas del petróleo.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta enero del 2008 registró un superávit de 1,3 mm de euros, frente al déficit de 11,6 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 34). Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en la evolución de la balanza de bienes que, en cifras acumuladas de doce meses, aumentó 30,4 mm de euros. Si bien, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes crecieron a un ritmo más lento que el año anterior, el descenso más acusado del crecimiento de las importaciones de bienes fue el principal factor determinante de la mejora global. Se observó una mejora más moderada en la balanza de servicios, que registró un incremento de 9,5 mm de euros. Estas mejoras se contrarrestaron, en parte, con un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes (de 15,3 mm de euros) y un cambio de signo de la balanza de rentas, que pasó del superávit de 2,7 mm de euros registrado el año anterior a un déficit de 9 mm de euros.

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

## CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta enero del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 8,1 mm de euros, frente a las salidas netas de 7,1 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses que finalizó en octubre del 2007 (véase gráfico 35). Este cambio de signo de los flujos financieros refleja un cambio similar en las inversiones de cartera, tanto en valores de renta variable como en bonos y obligaciones, que se contrarrestó, en parte, con la evolución de los instrumentos del mercado monetario y un aumento de las salidas netas de inversiones directas.

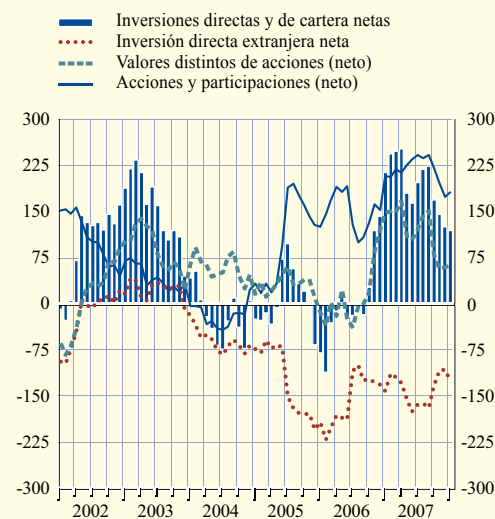
Los datos de enero sugieren que las inversiones de cartera transfronterizas siguieron viéndose afectadas por las turbulencias registradas en los mercados de crédito a partir de agosto del 2007. Si bien los no residentes mostraron un renovado interés en las inversiones extranjeras en valores

de renta variable y bonos de la zona del euro en los tres meses transcurridos hasta enero del 2008, los residentes en la zona del euro han seguido actuando con cautela en sus estrategias de inversión en el exterior e incluso han reducido sus inversiones extranjeras en acciones y participaciones. Al mismo tiempo, tanto las inversiones netas de los residentes en la zona en bonos extranjeros como las inversiones netas de no residentes en valores de renta variable y bonos de la zona del euro se han mantenido en los niveles previos a las turbulencias.

En los doce meses transcurridos hasta enero del 2008, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 118,7 mm de euros, frente a las entradas netas de 213,7 mm de euros contabilizadas un año antes. Este descenso tuvo su origen, principalmente, en una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera que refleja una caída de las compras netas tanto de valores distintos de acciones como de valores de renta variable por parte de no residentes. Esta caída sólo se compensó en parte con un descenso de las compras netas de valores extranjeros realizadas por los residentes en la zona del euro. No obstante, las salidas netas de inversiones directas se redujeron, fundamentalmente como consecuencia del aumento de este tipo de inversiones en la zona del euro.

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

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



Fuente: BCE.

# LA INVERSIÓN EMPRESARIAL EN LA ZONA DEL EURO Y EL PAPEL DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS



*La inversión es a la vez un componente de la demanda agregada y un factor de la oferta agregada. Así pues, es importante entender sus determinantes para evaluar la evolución macroeconómica. Esos determinantes incluyen factores financieros como el flujo de caja, el apalancamiento, la carga financiera y el coste de la financiación. En el presente artículo se examina la relación entre la situación financiera de las empresas y la inversión desde las perspectivas macro y microeconómica, y se ilustra que la dinámica de la inversión viene determinada, en gran medida, por la evolución de la actividad económica; sin embargo, los elevados niveles de flujos de caja y las favorables condiciones de financiación han contribuido de forma persistente a la inversión en los últimos años. Los datos procedentes de empresas con diferentes situaciones financieras revelan que las empresas tienden a presentar distintas tasas de inversión, lo que indica que ésta se ve afectada, de hecho, por la situación financiera de cada empresa.*

## I INTRODUCCIÓN

El análisis de las perspectivas de inversión desempeña un papel crucial en la evaluación de las perspectivas económicas. En primer lugar, la inversión, que representa alrededor del 20% del PIB de la zona del euro, es una de las principales fuerzas impulsoras del ciclo económico, siendo casi tres veces más volátil que el gasto en consumo privado. En segundo lugar, la inversión empresarial incrementa la capacidad de producción de la economía, y puede elevar la productividad futura si viene acompañada de un aumento del capital por trabajador. En general, tiende a favorecer el crecimiento económico.

En el presente artículo se examina la relación entre los factores financieros y la inversión. En los modelos de inversión tradicionales, el papel que desempeñan estos factores es bastante limitado. Por ejemplo, en el modelo neoclásico, las empresas deciden el nivel de capital que maximiza el valor descontado de todos los flujos de ingresos futuros. Si bien el coste de la financiación afecta al resultado del modelo, se supone que es independiente de la situación financiera de las empresas. Así pues, en este modelo, otros factores financieros, como el flujo de caja de la empresa, el nivel de endeudamiento o la carga financiera no influyen en el coste de la financiación externa (ni, como resultado, en la inversión).

En la práctica, esto supone simplificar en exceso. En primer lugar, algunas empresas podrían tener acceso limitado a la financiación externa como resultado de asimetrías en la información (el prestamista tiene menos información que la empresa respecto a la calidad del proyecto de inversión) o de problemas de

agencia (los intereses de la empresa no coinciden necesariamente con los del prestamista). Como resultado, las empresas pueden verse obligadas a recurrir, en gran medida a los fondos generados internamente como fuente de financiación. En segundo lugar, incluso las empresas que tienen acceso a la financiación externa recurrirán probablemente con mayor frecuencia a los flujos de caja como fuente de financiación, dado que los recursos externos conllevan costes adicionales como comisiones de administración o posibles costes de quiebra.

La medida en que los problemas de información asimétrica y los costes de agencia y quiebra afectan al gasto en inversión depende de la estructura del balance de cada empresa, que determina su solvencia. Unos mayores pagos en concepto de servicio de la deuda o un nivel de apalancamiento superior, así como un flujo de caja más reducido, tendrán un impacto negativo en la solvencia y, por ende, ceteris paribus, se traducirán en una mayor prima de financiación externa (la diferencia entre el coste de los fondos obtenidos fuera de la empresa y el rendimiento de los fondos generados internamente) y, como resultado, reducirán la demanda de préstamos por parte de la empresa.

El presente artículo se centra en el impacto que tienen estos factores financieros sobre las decisiones de inversión de las empresas en la zona del euro, un tema que parece cobrar especial relevancia en vista de que los acontecimientos que han afectado recientemente a los mercados financieros han dado lugar a una revisión del precio del riesgo, que ha afectado negativamente a las condiciones de la financiación externa. Esta situación se ha producido tras un período

do en el que las sociedades no financieras se han beneficiado de unas condiciones de financiación muy favorables, determinadas, hasta cierto punto, por una mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores internacionales y por la compresión de los diferenciales, lo que ha hecho que eleven sustancialmente sus niveles de endeudamiento. Por consiguiente, la atención se ha centrado en el impacto de los factores financieros en las decisiones de gasto.

El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se presenta la evolución reciente de la inversión en la zona del euro. En la sección 3 se analiza, desde un punto de vista teórico, el papel que desempeñan los factores financieros a la hora de explicar la dinámica de la inversión. En la sección 4 se ofrece evidencia empírica basada en datos macroeconómicos y microeconómicos y se incluyen algunos resultados econométricos, que se detallan en dos recuadros. Finalmente, en la sección 5, se presentan las conclusiones.

## 2 LA INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO DESDE UNA PERSPECTIVA CÍCLICA

En esta sección, se evalúa desde una perspectiva cíclica la evolución de la inversión en la zona del

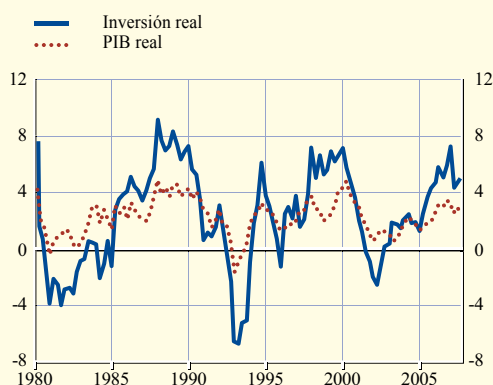
euro durante el período comprendido entre el año 1980 y el tercer trimestre del 2007<sup>1</sup>.

Durante este período, la inversión real en la zona del euro creció, en promedio, aproximadamente a la misma tasa que el PIB real, es decir, ligeramente por encima del 2% anual (véase gráfico 1). Como resultado, el porcentaje del PIB que representa la inversión se ha mantenido estable a largo plazo, en algo más del 20%, lo cual es coherente con lo expuesto en la literatura estándar sobre el crecimiento, según la cual, el producto crece a la misma tasa que la inversión, de modo que ésta es una fracción constante de aquél. Sin embargo, a pesar de esta estabilidad a largo plazo, la inversión como porcentaje del PIB ha fluctuado ampliamente a lo largo del ciclo económico. En las economías desarrolladas, la dinámica de la inversión presenta un patrón claramente procíclico, incrementándose tasa de crecimiento más que la actividad económica en su conjunto al inicio de una recuperación y desacelerándose más en la fase de desaceleración. Como resultado de este fenómeno, que refleja lo que se denomina «acelerador de

<sup>1</sup> Véase una descripción general de las tendencias de las dos últimas décadas en el artículo titulado «Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro» del Boletín Mensual de julio del 2003.

Gráfico 1 Inversión y actividad económica

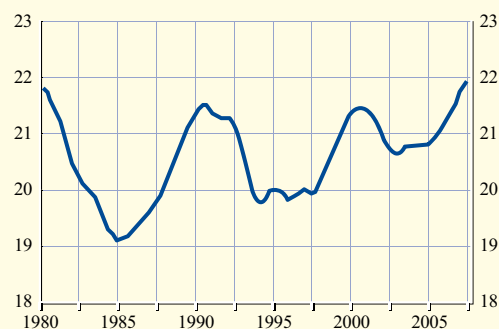
(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculo del BCE basado en datos de Eurostat y de la base de datos Area Wide Model (AWM).  
Notas: Los datos más recientes se refieren al tercer trimestre del 2007. La base de datos AWM puede consultarse en la dirección: <http://www.eabn.org/data/awm/index.htm>.

Gráfico 2 Participación de la inversión real en el PIB real

(media móvil de cuatro trimestres; porcentajes)



Fuente: Cálculo del BCE basado en datos de Eurostat y de la base de datos Area Wide Model (AWM).  
Notas: Los datos más recientes se refieren al tercer trimestre del 2007. La base de datos AWM puede consultarse en la dirección: <http://www.eabn.org/data/awm/index.htm>.

la demanda», la ratio de inversión con respecto al PIB es procíclica. Por consiguiente, la inversión explica una gran parte de la volatilidad del PIB, siendo más volátil que el consumo privado, con una desviación estándar que se sitúa en torno al triple de la de éste.

Durante el período analizado, pueden identificarse dos ciclos. El primero se inició a mediados de la década de los ochenta, cuando la inversión comenzó a recuperarse de la recesión que siguió a la «segunda crisis del petróleo» y alcanzó un máximo a principios de la década de los noventa. El segundo ciclo comenzó a mediados de los noventa y alcanzó su máximo con el inicio del siglo actual. Estos ciclos también son discernibles en la ratio de inversión con respecto al PIB (véase gráfico 2). En ambos ciclos, dicha ratio experimentó fluctuaciones similares y osciló entre el 19% y el 22%.

Después, en la primera parte de la década en curso, se observó una desaceleración de la inversión, que comenzó a repuntar de nuevo en el 2005, cuando se aceleró el ritmo de la actividad económica y, a principios del 2007, la inversión real alcanzaba una

tasa de crecimiento interanual de alrededor del 7%. Durante este período, las tendencias de la inversión no parecen haberse apartado significativamente de la trayectoria observada en recuperaciones anteriores, y, como porcentaje del PIB, ha evolucionado bastante en consonancia con el comportamiento histórico. La proporción que representa actualmente la inversión real se sitúa por encima del valor registrado en los dos máximos anteriores y en torno al observado a comienzos de la década de los ochenta.

Por sectores institucionales, tanto el sector hogares (que incluye también las pequeñas empresas) y el sector de sociedades no financieras han contribuido a la reciente aceleración de la inversión<sup>2</sup>. Desde el año 2000, algo más de la mitad del incremento de la inversión en la zona del euro ha correspondido al sector de sociedades no financieras, y un tercio al sector hogares. El resto se reparte entre el sector público y, en menor medida, el sector financiero (véase gráfico 3).

La relación entre la inversión y la actividad económica, junto con la que existe entre la inversión y el coste del capital, constituye la base de los modelos de inversión estándar. A continuación, se analiza el papel que desempeñan los factores financieros.

**Gráfico 3 Contribución de los sectores institucionales al crecimiento de la inversión nominal**

(contribuciones en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculo del BCE basado en las cuentas integradas de la zona del euro.

Nota: Los datos más recientes se refieren al tercer trimestre del 2007. «Otros sectores» incluye el sector público y el sector financiero.

### 3 IMPACTO DE LOS FACTORES FINANCIEROS SOBRE LA INVERSIÓN DESDE UNA PERSPECTIVA TEÓRICA

La teoría neoclásica ha sentado las bases de una gran parte de la investigación en el campo de la inversión. En el modelo neoclásico, una empresa decide el nivel de capital necesario para maximizar el valor actual de todos los beneficios netos futuros. Como resultado, se establece una relación entre el *stock* de capital, el nivel de producción y el coste de uso del capital. Este último representa

<sup>2</sup> Como se define en los datos de las cuentas nacionales, el sector hogares comprende todos los hogares, como consumidores de bienes y servicios, así como las empresas individuales sin personalidad jurídica propia residentes, que incluyen las empresas individuales y la mayoría de las sociedades personalistas sin personalidad jurídica propia. El sector de sociedades no financieras comprende todas las empresas públicas y privadas que producen bienes y servicios no financieros.

el coste de uso de los activos durante un período y depende del precio de compra del capital nuevo en relación con los precios de producción, de los costes financieros y de la tasa de depreciación del *stock* de capital.

Los resultados empíricos del enfoque basado en la teoría neoclásica no han sido totalmente satisfactorios. En general, se observa que la inversión responde a la producción, pero menos de lo que sugeriría la teoría al coste de uso del capital<sup>3</sup>. Por el contrario, otros factores, como el flujo de caja, parecen explicar, en gran medida, los movimientos de la inversión. Un enfoque que ha resultado útil para explicar la dinámica de la inversión es considerar otros factores financieros, además del coste de uso del capital.

En general, los factores financieros se han introducido en los modelos de investigación estándar en forma de asimetrías en la información o de costes de agencia. Como ya se ha argumentado ampliamente, las imperfecciones de los mercados financieros, como las asimetrías en la información o la limitada capacidad para obligar al cumplimiento de los contratos pueden dar lugar a divergencias entre el coste de los recursos obtenidos de fuentes externas y el rendimiento de los beneficios generados internamente. Como resultado, es de esperar que el gasto en inversión de las empresas que registran una brecha mayor entre el coste de los recursos propios y los ajenos sea más sensible a la evolución de sus flujos de caja.

La medida en que los problemas de información asimétrica y los costes de agencia y quiebra afectan al gasto en inversión depende de la estructura del balance de cada empresa. Por consiguiente, dicha estructura influye en las decisiones de inversión de la empresa<sup>4</sup>. Por ejemplo, un aumento del flujo de caja o del patrimonio neto puede reducir el costo de los recursos ajenos externos en la medida en que reduce la prima de financiación externa. El impacto de las variaciones del flujo de caja puede ser mayor en el caso de las empresas con altos niveles de apalancamiento (o cuyos pagos, en concepto de servicio de la deuda, son elevados en relación con el flujo de caja que generan) que en el de las empresas en las que el apalancamiento es menor.

Como resultado, el gasto en inversión de las empresas fuertemente apalancadas podría ser más sensible a las variaciones del flujo de caja.

Por último, cabe señalar además que la prima de financiación externa exigida por los prestamistas depende también en la práctica de otros factores (como su tolerancia al riesgo) que, a su vez, guardan relación con los factores financieros mencionados anteriormente.

#### 4 EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EL EFECTO DE LOS FACTORES FINANCIEROS EN LA INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Esta sección se centra en el papel que desempeñan el coste de la financiación, el endeudamiento, la carga financiera y el flujo de caja a la hora de determinar el nivel de inversión de la zona del euro. En primer lugar, se realiza un estudio basado en los datos macroeconómicos procedentes de las cuentas nacionales trimestrales y de la zona del euro<sup>5</sup>. El análisis incorpora también datos a nivel de empresa obtenidos a partir de la base de datos AMADEUS del Bureau van Dijk Electronic Publishing. La muestra utilizada incluye alrededor de 120.000 empresas de seis países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Italia y los Países Bajos, para el período 1997-2005, y de Francia para el período 1998-2005)<sup>6</sup>.

3 Véase Chirinko, R. (1993), «Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications», *Journal of Economic Literature*, vol. 31(4), pp. 1875-1911.

4 Véase un análisis de los estudios sobre el impacto de las restricciones financieras sobre la inversión en «Corporate finance in the euro area» (2007), Occasional Paper n.º 63 del BCE.

5 Los datos de las cuentas nacionales nos permiten centrar la atención en la inversión excluida construcción, que representa la mayor parte de la inversión empresarial, mientras que las cuentas de la zona del euro proporcionan información sobre todas las inversiones que realizan las sociedades no financieras. Estas fuentes no ofrecen un detalle de la inversión ni por tipo de bienes de capital (construcción y otros, por ejemplo), ni por sectores (hogares y sociedades no financieras, por ejemplo).

6 A nivel de empresa, no se dispone de una desagregación entre inversión en construcción e inversión en bienes de equipo. Es importante tener presente que, debido a las diferencias que existen entre las bases de datos macroeconómicos y a nivel de empresa, así como al hecho de que estos últimos no sean completos, no es posible agregar simplemente estos últimos para obtener datos agregados sobre inversión para toda la zona del euro.



La disponibilidad de datos microeconómicos permite investigar la heterogeneidad del comportamiento de los distintos tipos de empresa, algo que sería imposible de realizar utilizando exclusivamente datos agregados. Concretamente, con los datos individualizados es posible analizar las diferencias en las tasas de inversión entre las empresas que soportan distintos grados de presión financiera. A este respecto, hay evidencia de que las empresas cuya situación financiera es más frágil toman decisiones de inversión diferentes de las adoptadas por las compañías que se encuentran en una situación más saneada cuando registran cambios en el grado de presión financiera que soportan<sup>7</sup>. De ahí la utilidad del análisis microeconómico para realizar una evaluación adecuada de la situación financiera de las sociedades no financieras a efectos de política macroeconómica, ya que la fragilidad financiera de determinadas empresas podría compensarse con la solvencia de otras si se utilizasen los datos agregados.

## EL COSTE REAL DE LA FINANCIACIÓN

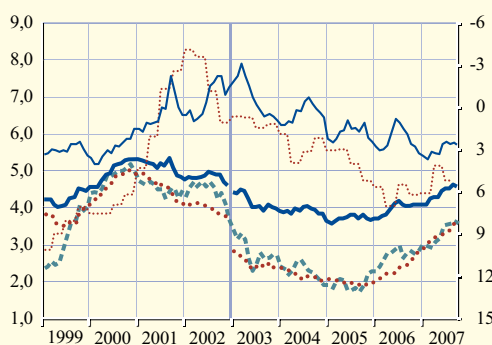
Un factor financiero fundamental que afecta a la inversión es el coste de la financiación, que determina el coste de uso del capital y, por ende, la tasa de rentabilidad necesaria para que un proyecto de inversión sea rentable. Como se indicó anteriormente, el coste de uso del capital viene determinado por su coste financiero (el coste ponderado de otras fuentes de financiación, como los valores de renta variable o de renta fija), así como por su tasa de depreciación y el precio de los bienes de capital en relación con los precios de la producción.

Centrando la atención en el componente de coste financiero del coste de uso del capital, el coste real de la financiación puede aproximarse utilizando el tipo de interés a largo plazo deflactado por una medida de la inflación de costes, a la que se sumarían los términos asociados a la depreciación y la prima de riesgo. No obstante, en algunas circunstancias, este enfoque simplificado puede dejar fuera de la ecuación factores explicativos importantes, razón por la cual se podría obtener una idea más aproximada de la situación aplicando un análisis basado en un coste de financiación sintético.

**Gráfico 4 Inversión y coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(en porcentaje; tasas de variación interanual)

— Coste total de la financiación  
 ..... Tipos de interés reales de los préstamos de las IFM  
 - - - Coste real de los valores de renta fija  
 — Coste real de los valores de renta variable cotizados  
 ..... Tasa de crecimiento real de la inversión excluida construcción (escala derecha, escala invertida)



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

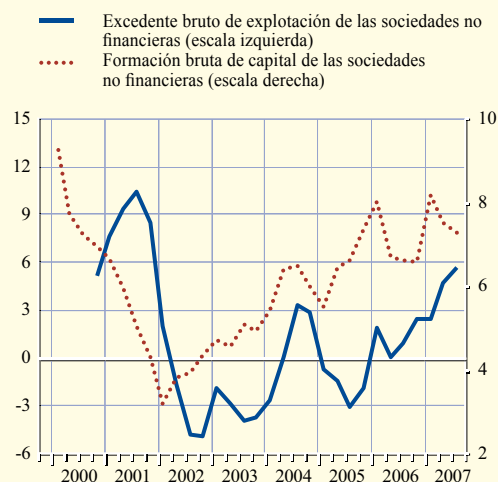
Notas: En el caso de las sociedades no financieras, el coste real de la financiación se calcula como media ponderada del coste de los préstamos bancarios, los valores de renta fija y los valores de renta variable, basándose en los saldos vivos de cada componente, deflactados por las expectativas de inflación (véase recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La introducción de los tipos de interés armonizados de los préstamos de las IFM a comienzos del 2003 (señalado con una línea vertical en el gráfico) produjo una ruptura de las series estadísticas.

De hecho, si bien la inversión empresarial en la zona del euro se financia principalmente con recursos propios de las empresas, también se recurre a la financiación externa, sobre todo en forma de préstamos y valores de renta fija y de renta variable. Aunque existe una cierta sincronización entre las diversas medidas del coste del capital, también presentan diferentes tendencias a corto plazo y varían en cuanto a su volatilidad. Como se observa en el gráfico 4, puede haber grandes diferencias en el coste del capital, dependiendo de la fuente de financiación. El coste de financiación total —que incluye los costes de los préstamos bancarios, los valores de renta fija y los de renta variable, en la medida en que las empresas recurran a ellos como fuente de financiación— puede medir con más exactitud el coste del capital que los tipos de interés de mercado por dos razones.

<sup>7</sup> Véase Hernando, I. y C. Martínez-Carrascal (2008), «The impact of financial variables on firms' real decisions: Evidence from Spanish firm-level data», *Journal of Macroeconomics*, vol. 30, pp. 543-561.

### Gráfico 5 Financiación interna e inversión de las sociedades no financieras

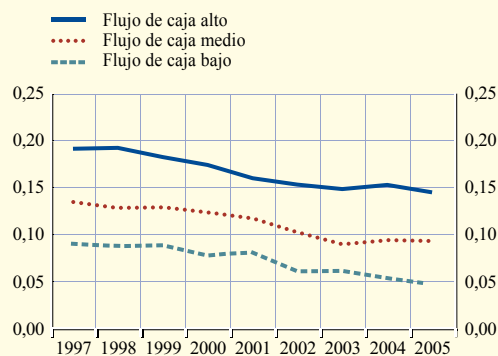
(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculo del BCE basado en las cuentas integradas de la zona del euro.  
Nota: Los datos más recientes se refieren al tercer trimestre del 2007.

### Gráfico 6 Tasas de inversión de empresas con diferentes niveles de flujo de caja

(media ponderada para la zona del euro de la mediana de las tasas de cada país)



Fuentes: Bureau van Dijk Electronic Publishing y cálculos del BCE.

Notas: La tasa de inversión se define como la razón entre la formación bruta de capital fijo y el *stock* de capital, mientras que el flujo de caja se define como la razón entre el flujo de caja y los activos totales. Las líneas muestran la media ponderada para la zona del euro (conforme a la proporción de la formación bruta de capital fijo agregada de la zona que representan Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos) de la mediana de las tasas de inversión de empresas con un flujo de caja alto (por encima del nonagésimo percentil), medio (entre los percentiles de orden 45 y 55) y bajo (la decila inferior).

En primer lugar, porque tiene en cuenta el coste de cada tipo de financiación. En segundo lugar, porque toma en consideración la evolución de la participación de cada componente en la financiación de la empresa.

El gráfico 4 muestra que tanto las tasas de crecimiento de la inversión como los costes de la financiación han tendido a decrecer durante la mayor parte de la década en curso, pero que comenzaron a incrementarse a partir del 2006. Por lo tanto, no es posible inferir, a partir del gráfico, que exista una relación negativa entre estas dos variables. Este hecho parece indicar que otros factores, como el crecimiento del PIB, han tendido a compensar con creces los efectos de los tipos de interés sobre la inversión. Otros factores financieros, como la evolución de los beneficios o la reestructuración de los balances podrían haber contribuido también a contrarrestar el impacto de las tendencias recientes de los costes de financiación sobre la inversión.

### LA FINANCIACIÓN INTERNA Y EL PAPEL DE LOS BENEFICIOS

Como puede observarse en el gráfico 5, existe una fuerte correlación entre la inversión y un indicador de los beneficios, a saber, el excedente bruto de explotación. A comienzos del 2000 se produjo una acusada desaceleración del crecimiento de la inversión de las sociedades no financieras, acompañada de una desaceleración del crecimiento de sus excedentes brutos de explotación; más recientemente, se ha observado el fenómeno contrario, registrándose una aceleración de crecimiento de los excedentes brutos de explotación, que aumentaron desde un 3%, aproximadamente, en tasa interanual en el 2005 hasta más del 6% en el tercer trimestre del 2007. No obstante, hasta cierto punto, estos movimientos coincidentes podrían reflejar una correlación debida a la presencia de determinantes comunes más que a una relación de causalidad.

La relación entre los recursos generados internamente y la inversión también está clara al examinar los datos a nivel de empresa. En el gráfico 6 se presenta la media ponderada para la zona del

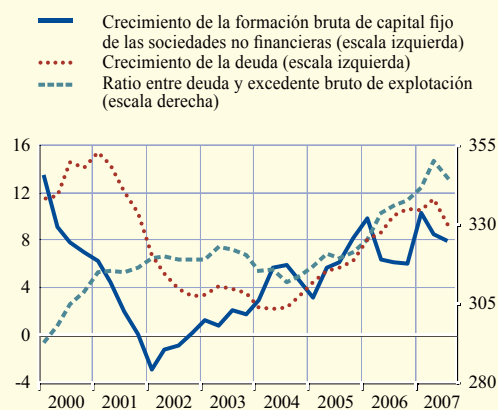
euro de la mediana de las tasas de inversión en Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos de las empresas con una ratio de flujo de caja respecto a los activos elevada (por encima del nonagésimo percentil), media (entre los percentiles de orden 45 y 55) y baja (la decila inferior)<sup>8</sup>. Como puede observarse, existe una relación clara entre la disponibilidad de fondos propios y la demanda de capital de la empresa, ya que las empresas con ratios más elevadas para la primera de estas variables presentan también tasas de inversión más altas<sup>9</sup>.

### FINANCIACIÓN EXTERNA Y ENDEUDAMIENTO

La brecha de financiación puede definirse como el cociente entre la inversión menos el excedente bruto de explotación y la inversión. Indica hasta qué punto las empresas necesitan recursos externos para financiar la inversión y, por ende, se espera que cuando esa ratio es elevada ejerza un efecto moderador sobre la inversión<sup>10</sup>. Los resultados econométricos que se describen en el recuadro 1 son ilustrativos de que un aumento en la magnitud de esta brecha afecta negativamente a la inversión en capital fijo, una vez controlados otros factores determinantes de la inversión. No obstante, la intensidad de la relación podría verse limitada por varias razones. Por ejemplo, los beneficios o los recursos externos pueden utilizarse para otros fines, tales como inversiones financieras o reestructuración interna. De hecho, entre finales de la década de los noventa y los primeros años de la del 2000, las empresas de la zona del euro incrementaron sus pasivos (y su endeudamiento) no sólo para financiar la expansión de la inversión en capital fijo, sino también para llevar a cabo fusiones y adquisiciones. En este período, el endeudamiento de las empresas —en relación con sus excedentes brutos de explotación— aumentó rápidamente. Después, y especialmente en el 2002, la reestructuración de los balances de las sociedades, incluida una reducción de la deuda en muchos sectores, probablemente contribuyó a

**Gráfico 7 Endeudamiento bruto, flujos de deuda e inversión de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual; porcentajes)



Fuente: Cálculo del BCE basado en las cuentas integradas de la zona del euro.  
Nota: Los datos más recientes se refieren al tercer trimestre del 2007.

moderar la inversión en capital fijo. Desde principios del 2005, tanto la tasa de crecimiento de la deuda como la de la inversión se han acelerado (véase gráfico 7).

- La media ponderada de la zona del euro se calcula utilizando como ponderaciones las participaciones de cada país en la formación bruta de capital agregada de las sociedades no financieras de los seis países, basándose en los datos de las cuentas nacionales. Los promedios que se presentan en los gráficos 6, 8 y 9 no permiten apreciar cierta variabilidad observada a nivel de países, cuando se aplica la misma relación entre los ratios financieros y las tasas de inversión (véase Martínez-Carrascal, C. y A. Ferrando (2007), «The impact of firms' financial positions on investment decisions: an analysis with firm-level data», en la dirección electrónica [http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/ws\\_eccbsd.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/ws_eccbsd.en.html)).
- Esta relación positiva no es per se evidencia de que existan restricciones financieras: si se observa una correlación entre el flujo de caja corriente y la rentabilidad futura, la relación positiva entre las dos variables podría simplemente reflejar una mejora de las perspectivas de actividad. Véase, por ejemplo, Fazzari, S.M., R.G. Hubbard y B.C. Petersen (1988), «Financing constraints and corporate investment», *Brookings Papers on Economic Policy*, pp.141-206.
- Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras serían una variable sustitutiva más aproximada que el excedente bruto de explotación total de la economía. No obstante, sólo se dispone de datos sobre dichos beneficios en las cuentas integradas de la zona del euro (es decir, a partir de 1999).

## Recuadro I

### CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO DE LOS FACTORES FINANCIEROS SOBRE LA INVERSIÓN BASÁNDOSE EN UN ENFOQUE MACROECONÓMICO

A continuación, se analiza en detalle si un estudio de los factores financieros puede ayudar a entender mejor la dinámica de la inversión. Una ecuación para inversión excluida la construcción se estima y se utiliza como base de un análisis de contribuciones.

Se utiliza una especificación estándar de la función de producción para derivar una ecuación en la que la inversión es función de la actividad económica y el coste real del capital. Con este enfoque, se establece una relación entre el *stock* de capital deseado y el nivel de producción y los precios relativos (esperados) de los factores, y las empresas eligen un nivel de inversión que permite la convergencia del *stock* de capital en el nivel deseado. A largo plazo, la ratio de capital respecto a la producción se mantiene estable y, por ende, el flujo de inversión es tal que no sólo cubre la depreciación del *stock* de capital, sino que, además, garantiza que crece a la misma tasa que el incremento tendencial de la producción<sup>1</sup>. Por consiguiente, la dinámica de la inversión depende de un término de corrección de error, que se basa en la relación de cointegración (o equilibrio a largo plazo) entre la inversión y la actividad económica. Además del término de corrección de error, la ecuación incorpora también como variables explicativas factores de demanda (aproximados mediante el crecimiento del PIB excluida la inversión), una medida del coste del capital (que tiene en cuenta tanto el coste de la renta variable como el coste de los préstamos) y la brecha de financiación. En su forma reducida, la ecuación se estima como sigue:

$$\Delta \log(I_t) = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot \log\left(\frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + \alpha_3 \cdot OCF_{t-1} + \alpha_4 \cdot \Delta \log(YWI_{t-1}) + \alpha_5 \cdot \frac{FG_{t-1}}{FG_{t-5}} + \alpha_7 \cdot D_{9293}$$

siendo I la inversión real excluida construcción, Y el PIB real, YWI el PIB real excluida la inversión, OCF el coste real total de la financiación, FG la brecha de financiación y D una variable de intervención<sup>2</sup>. Se espera que un incremento de la actividad económica tenga un impacto positivo en la inversión, mientras que un aumento del coste del capital o de la brecha de financiación ejercería una presión negativa.

#### Relación entre la inversión y los factores financieros

$\log(I(-1)/Y(-1))$	OCF (-1)	$\Delta \log(YWI(-1))$	FG(-1)/FG(-5)	$D_{9293}$
-0,11 [0,03]	-0,91 [0,18]	0,92 [0,32]	-0,07 [0,02]	-0,02 [0,00]
R cuadrado (%)	69,4			
Error estándar residual	0,9			

Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: La estimación se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1991 y el segundo trimestre del 2007.

- 1 Véase un análisis del enfoque estándar del modelo de inversión en Baumann, U. y S. Price (2007), «Understanding investment better: insights from recent research», Bank of England Quarterly Bulletin. Fagan, G., J. Henry y R. Mestre (2001), presentan una estimación para la zona del euro en «An area-wide model for the euro area», Working Paper n.º 42 del BCE.
- 2 La brecha de financiación se define como la diferencia entre la inversión nominal y el excedente bruto de explotación dividida por la inversión nominal. Los datos utilizados en la estimación se calculan a partir de los datos de las cuentas nacionales de Eurostat. La variable de intervención toma el valor de 1 entre el primer trimestre de 1992 y el tercer trimestre de 1993, y de cero en el resto de los períodos.

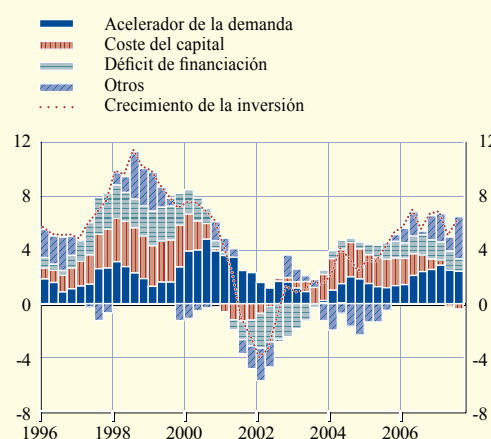
Como puede observarse en el cuadro, la ecuación explica una gran proporción de los movimientos de la inversión excluida construcción (69%) y todos los coeficientes son de los signos esperados y altamente significativos. La relación esperada a largo plazo entre inversión y actividad económica es estadísticamente significativa. Con una corrección de error de alrededor del 11% por trimestre, la vida media de una desviación del equilibrio a largo plazo es de casi un año. La elasticidad de la inversión respecto al coste del capital es negativa y próxima a la unidad, de modo que los datos no parecen rechazar la hipótesis de una función de producción Cobb-Douglas, que implicaría una elasticidad igual a uno. Finalmente, las dos variables financieras consideradas (costes de financiación y brecha de financiación) entran negativa y significativamente en la ecuación.

La ecuación estimada puede utilizarse para calcular las contribuciones de las variables exógenas al crecimiento de la inversión excluida construcción (véase el gráfico)<sup>3</sup>. En el período que abarca la estimación, una gran parte de la dinámica de la inversión se explica por los cambios en la actividad económica (el efecto acelerador de la demanda). Los factores financieros también contribuyen sustancialmente a dicha dinámica, como puede apreciarse claramente a finales de la década de los noventa. También es interesante señalar que, a partir del 2004, estos factores han contribuido positivamente y que, a mediados del 2007, seguían representando alrededor de un punto porcentual del crecimiento interanual de la inversión excluida construcción. Centrando la atención en la medida sintética del coste del capital, se observa que las condiciones de financiación fueron persistentemente favorables desde mediados del 2003 hasta principios del 2007. Sin embargo, con la subida de los tipos de interés de política monetaria, dichas condiciones se han tornado gradualmente menos propicias en el período que se inició a principios del 2006. Más recientemente, la contribución del coste del capital se ha aproximado a cero.

El gráfico muestra también los desfavorables resultados de la ecuación en algunas ocasiones, como durante la desaceleración más reciente, en la que una considerable proporción de la evolución efectivamente observada viene representada por grandes residuos negativos, lo que podría obedecer a factores concretos, como la reestructuración de los balances que se produjo en torno al 2002.

### Contribuciones al crecimiento de la inversión excluida construcción<sup>3</sup>

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Calculado sobre la base de la ecuación estimada desde el primer trimestre de 1991 hasta el segundo trimestre del 2007. El componente «otros» engloba la variable de intervención, los residuos y el impacto duradero de las condiciones iniciales.

3 La contribución de un determinante se obtiene por diferencia entre el crecimiento simulado de la inversión cuando todos los determinantes siguen su senda histórica y las simulaciones obtenidas cuando el determinante en cuestión se mantiene invariable y, para todos los demás determinantes, se utilizan las sendas históricas.

El efecto moderador que el endeudamiento puede tener sobre la inversión puede determinarse mejor a nivel de empresa. Los datos individualizados indican que las empresas con altos niveles de apalancamiento presentan las tasas de inversión más bajas, de lo que se deduce que podría existir una relación negativa entre el apalancamiento y la inversión (véase el gráfico 8, que presenta la media ponderada de la mediana de las tasas de inversión en Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos para empresas con diferentes grados de endeudamiento). Sin embargo, las empresas con niveles medios de apalancamiento muestran niveles de inversión similares (de hecho, ligeramente más altos) a los de las empresas menos endeudadas. Así pues, la relación entre ambas variables no parece clara a un nivel meramente descriptivo.

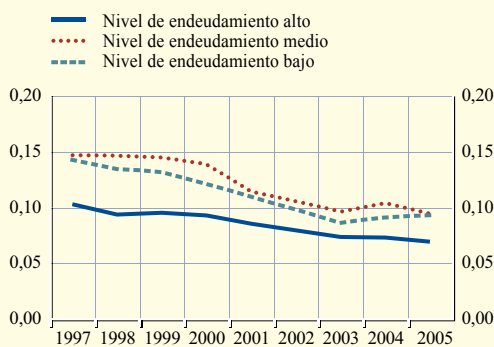
Junto con el endeudamiento, el volumen de recursos generados internamente que se dedican al servicio de la deuda determina el nivel de presión financiera que soportan las empresas y, por consiguiente, la prima correspondiente a la financiación externa. Como resultado, podría existir una relación negativa entre las tasas de inversión y la carga financiera.

En el gráfico 9 se comparan las tasas de inversión de tres grupos de empresas con carga financiera alta, media y baja. La carga financiera se define como la razón entre los pagos en concepto de intereses y el excedente bruto de explotación más el ingreso financiero. Se observa una clara relación negativa entre la inversión y dicha carga, ya que las empresas cuyo endeudamiento es más elevado presentan tasas de inversión notablemente más bajas.

En esta sección se han analizado los principales canales a través de los cuales los factores financieros pueden afectar a la inversión de las empresas y se ha demostrado que el nivel de recursos propios parece afectar al nivel de inversión. También se ha encontrado una relación entre este último y los indicadores del balance. El análisis econométrico que se presenta en el recuadro 2 respalda la evidencia de una relación negativa entre la presión financiera y la inversión de las empresas. El análisis, realizado a nivel de países, confirma en general los resultados descriptivos y arroja luz sobre los diferentes comportamientos de las empresas en cada país.

**Gráfico 8 Tasas de inversión de empresas con diferentes niveles de endeudamiento**

(medias ponderadas para la zona del euro de la tasa mediana en cada país)

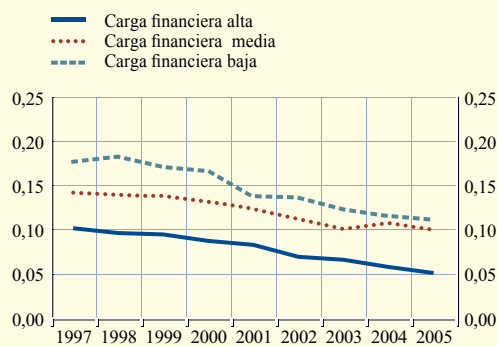


Fuentes: Bureau van Dijk Electronic Publishing y cálculos del BCE.

Notas: El endeudamiento es la razón entre la deuda neta (deuda, incluido el crédito comercial, menos el efectivo y sus equivalentes) y los activos totales. Para más información sobre la media ponderada de la zona del euro, véanse notas del gráfico 6.

**Gráfico 9 Tasas de inversión de empresas con diferentes niveles de carga financiera**

(medias ponderadas para la zona del euro de la tasa mediana en cada país)



Fuentes: Bureau van Dijk Electronic Publishing y cálculos del BCE.

Notas: La carga financiera se define como la razón entre los pagos de intereses y el excedente bruto de explotación más los ingresos financieros. Para más información sobre la media ponderada de la zona del euro, véanse notas del gráfico 6.

## Recuadro 2

**CUANTIFICACIÓN DEL IMPACTO DE LOS FACTORES FINANCIEROS SOBRE LA INVERSIÓN BASÁNDOSE EN UN ENFOQUE MICROECONÓMICO**

El estudio econométrico que se presenta en este recuadro tiene por objeto examinar la capacidad de respuesta de la inversión en capital fijo frente a los cambios en la presión financiera que experimenta una empresa, que se aproxima mediante tres variables financieras alternativas: el flujo de caja, el endeudamiento y la carga financiera. La ecuación estimada es la siguiente:

$$\left(\frac{I_{it}}{K_{it-1}}\right) = \beta_1 \left(\frac{I_{it-1}}{K_{it-2}}\right) + \beta_2 \Delta \ln Y_{it} + \beta_3 \Delta \ln Y_{it-1} + \beta_4 (\ln K_{it-2} - \ln Y_{it-2}) + \gamma X_{it-1} + \alpha_i + \theta_t + S_i + \varepsilon_{it}$$

siendo  $i$  los índices de las empresas  $i=1,2..N$  y  $t$  los índices de los años desde 1 a  $T$ .  $\Delta$  denota una primera diferencia,  $I/K$  es la tasa de inversión,  $Y$  las ventas reales,  $K$  el *stock* de capital fijo en términos reales y  $X$  un indicador de la presión financiera (flujo de caja, endeudamiento o carga financiera).  $\alpha_i$  son los efectos fijos específicos de la empresa,  $\theta_t$ , los efectos temporales que controlan las influencias macroeconómicas sobre la inversión fija comunes a todas las empresas, y  $S_i$  controla los efectos sectoriales constantes a lo largo del tiempo.  $\varepsilon_{it}$  es el término de error<sup>1</sup>. Los coeficientes  $\beta_2$  y  $\beta_3$  indican la capacidad de respuesta a corto plazo de la inversión fija al crecimiento de las ventas, mientras que el coeficiente  $\beta_4$  indica la velocidad de ajuste del *stock* de capital hacia el nivel deseado.  $\gamma$  capta el impacto de la ratio financiera introducida en la ecuación. Para el flujo de caja se espera un coeficiente positivo, mientras que, para las ratios de carga financiera y de endeudamiento, se esperan coeficientes negativos.

La ecuación se estima por separado para seis países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos) utilizando la base de datos AMADEUS de Bureau van Dijk Electronic Publishing<sup>2</sup>. En el cuadro se presentan los coeficientes estimados para cada país y para cada una de las ratios financieras consideradas, junto con el valor  $p$  asociado a la significatividad de cada coeficiente<sup>3</sup>.

Como puede observarse en el cuadro, los factores financieros afectan a las tasas de inversión en las direcciones esperadas. El flujo de caja es significativo (y positivo) en todos los países analizados, lo que indica que existe una relación positiva entre esta variable y las tasas de inversión de las empresas (véanse columnas 1 y 2 del cuadro). Si se computa una media ponderada de los coeficientes estimados para calcular un coeficiente para la zona del euro<sup>4</sup>, se obtiene un valor de 0,4, es decir, si el flujo de caja aumenta en un punto porcentual, las empresas incrementan sus tasas de inversión en casi medio punto porcentual.

1 La tasa de depreciación se incluye entre los efectos no observados, específicos de las empresas, y se supone que la variación del coste de uno del capital puede tenerse en cuenta incluyendo efectos específicos de carácter temporal, sectorial y de la propia empresa.

2 Al interpretar los resultados por países que se presentan en este recuadro, es importante tener presente que estos datos a nivel de empresa no pueden compararse por países de la misma forma que los datos sobre inversión provenientes de las cuentas nacionales agregadas, ya que la representatividad de las muestras de empresas varía de unos países a otros.

3 Se ha utilizado un estimador sistema-GMM. En el caso de las variables no financieras, los resultados están en línea con lo esperado: el término de corrección de error ( $\ln K_{it-2} - \ln Y_{it-2}$ ) tiene el signo adecuado y es estadísticamente significativo, mientras que el crecimiento de las ventas tiene un impacto positivo a corto plazo sobre la inversión. Véanse más detalles en Martínez-Carrascal, C. y A. Ferrando (2007) en la dirección electrónica [http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/ws\\_eccbsd.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/ws_eccbsd.en.html).

4 La ponderación del coeficiente correspondiente a cada país es igual a la proporción que representa la formación bruta de capital fijo de las sociedades no financieras del país en cuestión con respecto a la formación bruta de capital agregada de los seis países.

## Relación entre la inversión y la situación financiera

	Rentabilidad		Endeudamiento		Carga financiera	
	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p	Coefficiente	Valor p
Bélgica	0,49	0,01	-0,06	0,07	-0,07	0,07
Alemania	0,28	0,09	-0,02	0,85	-0,06	0,14
España	0,33	0,04	-0,06	0,03	-0,07	0,05
Francia	0,54	0,00	-0,06	0,01	-0,07	0,07
Italia	0,60	0,08	-0,08	0,03	-0,12	0,06
Países Bajos	0,37	0,07	-0,11	0,18	-0,17	0,04
Media ponderada de la zona del euro <sup>1)</sup>	0,43		-0,04 <sup>2)</sup>		-0,08	

Notas: Para cada indicador financiero y para cada país, el coeficiente capta el impacto de un incremento de 1 punto porcentual en la ratio (por ejemplo, un incremento de la rentabilidad de 5 a 6 puntos porcentuales). La tasa de inversión se define como la ratio entre la formación bruta de capital fijo y el *stock* de capital, el flujo de caja como la ratio entre el flujo de caja y los activos totales, el endeudamiento como la ratio entre la deuda menos el efectivo y sus equivalentes y los activos, y la carga financiera como la ratio entre los pagos de intereses y el excedente bruto de explotación más los ingresos financieros.

1) Los coeficientes correspondientes a cada país se ponderan conforme a la participación del país en cuestión en la formación bruta de capital fijo agregada de Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y los Países Bajos.

2) Los coeficientes de endeudamiento de Alemania y los Países Bajos se fijan en cero, dado que este factor no es significativo en ninguno de estos dos países.

La tercera columna del cuadro muestra los coeficientes obtenidos para la ratio de endeudamiento cuando se incluye en la ecuación de inversiones de referencia (los valores p aparecen en la cuarta columna). Para esta variable se obtiene un coeficiente negativo (y significativo) en la mayoría de los países, de lo que se deduce que un elevado nivel de endeudamiento puede dar lugar a ajustes del balance, en virtud de los cuales las empresas retrasan proyectos de inversión o renuncian a ellos. Finalmente, en las dos últimas columnas del cuadro se presentan los resultados cuando la presión financiera se aproxima utilizando como variable sustitutiva la carga financiera. Se observa un claro efecto negativo, de lo que se deduce que el servicio de la deuda influye de manera importante en los niveles de inversión de las empresas.

Los resultados presentados anteriormente pueden utilizarse, junto con la información sobre los niveles medios de deuda de los países en el 2005, para cuantificar el impacto de un incremento de la carga financiera del 25% sobre la inversión, que, aproximadamente, corresponde a un incremento de 100 puntos básicos en los costes de la financiación con respecto a los niveles observados a finales del 2005. Este cálculo sencillo muestra que el impacto varía considerablemente de unos países a otros, ya que la reducción de las tasas de inversión oscila entre 0,3 y 0,9 puntos porcentuales. Esta heterogeneidad tiene su origen en las diferencias que se dan entre unos países y otros, tanto en lo que se refiere al impacto marginal de la carga financiera sobre las tasas de inversión como a la situación financiera de las empresas. Para evaluar el impacto de este incremento de la carga financiera sobre la zona del euro en su conjunto, se pondera el impacto sobre cada país en función de las respectivas contribuciones a la formación bruta de capital fijo agregada de las sociedades financieras de estos seis países (calculada a partir de las cuentas nacionales). Los resultados de este sencillo ejercicio indican que ese incremento del 25% de la carga financiera entrañaría una reducción de algo más de 0,4 puntos porcentuales en la tasa de inversión de la zona del euro en el año siguiente.



## 5 CONCLUSIÓN

Como resultado de las imperfecciones de los mercados de capitales, factores financieros como los recursos generados internamente, el endeudamiento o la carga financiera afectan al gasto en inversión, además de al coste del capital. En este artículo se ha analizado el papel que desempeñan estos factores a la hora de explicar la evolución de la inversión empresarial en la zona del euro. Se muestra que las empresas con situaciones financieras diferentes tienden a registrar tasas de inversión distintas: cuando el flujo de caja es mayor, las tasas de inversión suelen ser más elevadas, mientras que las empresas con niveles elevados de carga financiera o de endeudamiento registran menores gastos de capital.

La evidencia econométrica corrobora la evidencia descriptiva sobre la relación entre la inversión y la situación financiera de las empresas, lo que indica que la evaluación de las perspectivas de inversión puede mejorar si se tienen en cuenta los factores financieros.

A nivel macroeconómico, los factores financieros parecen contribuir sustancialmente a la dinámica de la inversión en circunstancias concretas, como en períodos de reestructuración de los balances y sólido crecimiento de los beneficios. No obstante, cuantificar el papel que desempeñan los factores financieros para explicar dicha dinámica a nivel agregado es una tarea difícil y, por ese motivo, los datos microeconómicos parecen más indicados para aportar evidencia sobre la función que cumplen los factores financieros en las decisiones de inversión.

# PREVISIONES A CORTO PLAZO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO

## ARTÍCULOS

Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro

*Debido a los desfases con los que se publica la información estadística sobre la evolución económica, los datos de mayor frecuencia procedentes de los indicadores económicos son una importante fuente de información para el seguimiento de la actividad económica. En este artículo se describen algunas de las herramientas utilizadas para la predicción a corto plazo del crecimiento del PIB de la zona del euro a partir de estos datos. Estas herramientas proporcionan una valiosa información para la política monetaria, ya que permiten comprender mejor la evolución económica presente y ayudan así a evaluar las tendencias futuras de la inflación.*

## I INTRODUCCIÓN

Como resultado de los desfases con los que se publican los datos económicos y las estimaciones estadísticas de las variables macroeconómicas, el seguimiento de la situación económica presente se basa en datos incompletos. En particular, el seguimiento del crecimiento del PIB ha de realizarse a partir de indicadores que se publiquen con mayor frecuencia y de los que se pueda disponer antes de la publicación de los datos de contabilidad nacional. El seguimiento de la situación económica presente es una importante fuente de información para la política monetaria, dado que facilita la detección temprana de cambios subyacentes en la actividad económica y puede, por lo tanto, influir también en la evaluación de las perspectivas económicas y de los riesgos para las mismas, en el contexto de una estrategia de política monetaria orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

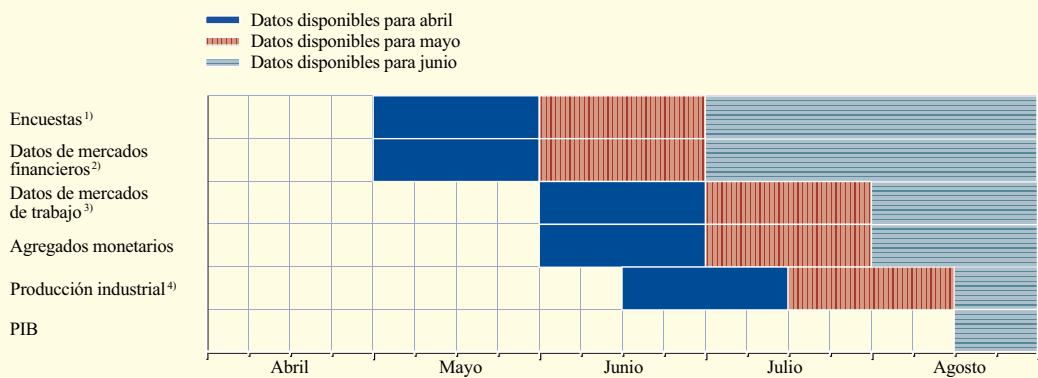
Eurostat publica un avance del PIB de la zona del euro unas seis semanas después del final del trimestre de referencia. Por ejemplo, el avance del segundo trimestre del 2008 estará disponible a mediados de agosto de este año. Se publican muchos datos que pueden utilizarse para evaluar la evolución económica más reciente y que se incluyen periódicamente en el Boletín Mensual del BCE. Entre los más importantes figuran los datos mensuales sobre la actividad económica, como los relativos a la producción industrial, las ventas al por menor y el desempleo. Además, el clima de los mercados y las expectativas respecto a la actividad económica futura se reflejan en varios datos, como los procedentes de las encuestas de opinión y de los mercados financieros. La gama de datos que contienen información sobre la situa-

ción económica presente es mucho más amplia y comprende también estadísticas monetarias y de comercio y datos sobre el entorno internacional.

A título ilustrativo, el cuadro muestra el calendario de publicación de datos de importantes indicadores correspondientes al segundo trimestre del año, en forma de regularidades empíricas. El eje temporal horizontal se desagrega en semanas, para reflejar la disponibilidad de los distintos indicadores a lo largo del tiempo. Tal y como se indicaba anteriormente, el avance del PIB para el segundo trimestre se publica a mediados de agosto. Antes de aquellas fechas se va disponiendo de un flujo constante de datos, que proporcionan una cantidad creciente de información sobre la actividad económica en el trimestre. Las fechas de publicación de los distintos datos varían sustancialmente. Por ejemplo, los datos sobre los mercados financieros se publican diariamente, por lo que sus medias mensuales, que se utilizan en los modelos descritos más abajo, están inmediatamente disponibles al final del mes. De forma similar, las encuestas de opinión se publican al final del mes de referencia o al principio del mes siguiente. Los datos relativos a los agregados monetarios y a la tasa de desempleo se publican con un retraso aproximado de un mes, mientras que los datos de producción industrial se publican unas seis semanas después del final del mes de referencia. Así pues, no se puede disponer de un conjunto completo de indicadores para el segundo trimestre antes del avance del PIB.

En este artículo se analiza la aplicación de herramientas estadísticas para obtener previsiones a corto plazo del crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro a partir de estos indicadores de mayor frecuencia. Se examina la utilización de estas herramientas en aplicaciones en tiempo real y se

## Calendario de publicación de datos semanales



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) En el ámbito de la zona del euro existen dos principales fuentes de datos de encuestas: los resultados del programa conjunto armonizado de encuestas de opinión de la UE y los de las encuestas a los directores de compras realizadas por NTC Economics del Reino Unido.

2) Incluye los datos mensuales de tipos de cambio, tipos de interés y precios de las materias primas y de las acciones.

3) Incluye la tasa de paro y los índices mensuales de empleo. A efectos ilustrativos, el cuadro sólo recoge los datos de tasa de paro.

4) Incluye el índice general de producción industrial y series de varios subsectores.

evalúa el contenido informativo de los distintos datos publicados. En la práctica, el retraso en la publicación de los datos del PIB significa que es necesario «predecir» el crecimiento del PIB en el trimestre presente y, ocasionalmente, en el trimestre anterior.

En general, las herramientas utilizadas para el seguimiento de la actividad económica proporcionan estimaciones cuantitativas y previsiones a corto plazo del PIB antes de la publicación del avance. Estas herramientas son adecuadas para procesar y sintetizar eficazmente la información contenida en un amplio conjunto de datos. Cabe destacar que los indicadores difieren en lo que respecta a su contenido informativo para predecir el PIB de la zona del euro, y que distintos indicadores pueden, ocasionalmente, proporcionar señales divergentes. Por consiguiente, ante un elevado número de indicadores económicos, un análisis basado meramente en elementos de juicio presenta serias limitaciones en cuanto a permitir realizar una evaluación exhaustiva y coherente.

## 2 PREVISIONES A CORTO PLAZO DEL PIB BASADAS EN DATOS MENSUALES

Los métodos estadísticos descritos en esta sección tienen por objeto obtener previsiones a corto plazo

del crecimiento intertrimestral del PIB a partir de los datos de mayor frecuencia presentados en el cuadro, aprovechando el hecho de que se publican antes. Se suele decir que este enfoque consiste en «enlazar» la información mensual con la trimestral.

A la hora de optimizar las previsiones obtenidas mediante estas técnicas de «enlace», aprovechando eficazmente la información disponible, hay que tener en cuenta dos cuestiones. La primera se refiere a la publicación escalonada de los datos mensuales. Los indicadores mensuales se publican con distintos desfases, por lo que la disponibilidad de los datos difiere de un indicador a otro y las últimas observaciones procedentes de las encuestas y de los mercados financieros se refieren a un período más reciente que el de los demás indicadores. Para que las previsiones a corto plazo sean fiables, las herramientas deben poder utilizar de manera eficiente todas las observaciones disponibles en un determinado momento, lo que permite también actualizar las previsiones cada vez que se publican nuevos datos.

La segunda e importante cuestión que se plantea en la predicción a corto plazo del crecimiento del PIB es la necesidad de tomar en consideración un elevado número de indicadores mensuales con un contenido informativo potencial. Aunque las pre-

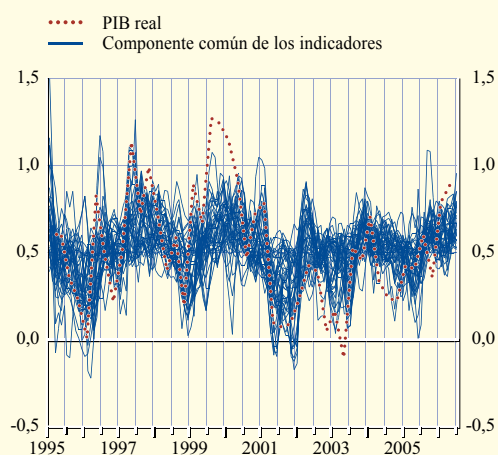
visiones pueden basarse, en principio, en un reducido conjunto de indicadores, la utilización de muchos indicadores proporciona previsiones más sólidas. Varios estudios argumentan que amplios conjuntos de datos tienden a ofrecer previsiones más precisas que conjuntos de datos basados en un número más reducido de indicadores.

A este respecto se han venido aplicando dos enfoques: la promediación de las previsiones mediante varias ecuaciones de enlace y los modelos de factores dinámicos. La promediación de las previsiones proporciona la previsión final del PIB en forma de promedio de previsiones basado en varias ecuaciones diferentes, cada una de las cuales contiene indicadores distintos. Los modelos de factores dinámicos están diseñados para extraer los movimientos comunes de un amplio conjunto de series de datos y para sintetizarlos en algunos factores latentes artificiales, que representan las principales fuentes de variación del conjunto de datos.

Los dos métodos se describen brevemente en el recuadro. Ambos tienen por objeto extraer las tendencias comunes subyacentes de un conjunto de indicadores, excluyendo los movimientos irregulares idiosincrásicos de las distintas series. El uso de estos métodos se justifica por el hecho de que muchos indicadores de la actividad económica tienden a mostrar una estrecha correlación. El gráfico 1 refleja la estrecha correlación existente entre 41 se-

**Gráfico 1 PIB real de la zona del euro y determinados indicadores mensuales**

(tasa de crecimiento intertrimestral del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La escala vertical se refiere a la tasa de crecimiento del PIB. Los datos mensuales están normalizados, a fin de que se correspondan con la media y la variabilidad del crecimiento del PIB. El modelo de factores utilizado se describe en el recuadro.

ries relacionadas con la actividad económica (principalmente, datos de producción industrial, de encuestas y de mercados de trabajo) y el crecimiento del PIB de la zona del euro. Más concretamente, el gráfico muestra el componente común de las tasas de variación intertrimestral de las series, derivado de un modelo de factores, en comparación con el crecimiento intertrimestral del PIB.

#### Recuadro

#### MÉTODOS DE PREDICCIÓN A CORTO PLAZO DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO

Todos los métodos descritos en el presente artículo comprenden dos fases. Consideremos una ecuación de predicción sencilla, que prevé el crecimiento intertrimestral del PIB en un determinado período  $t$  ( $gdp_t$ ) a partir de un determinado indicador ( $x_t$ ):

$$gdp_t = c + \beta x_t + u_t \quad (1)$$

donde  $c$  y  $u_t$  representan un término constante y un residuo, respectivamente, mientras que  $\beta$  es el coeficiente relacionado con el indicador mensual. Cuando se utiliza esta ecuación en tiempo real, las observaciones mensuales del indicador son a menudo incompletas dentro del trimestre. Las observaciones que faltan han de predecirse para obtener un valor trimestral de  $x_t$ . A estos efectos, pueden emplearse modelos estándar de series temporales, por ejemplo, para el sistema de promediación de las previsiones mediante ecuaciones de enlace.

### Promediación de las previsiones mediante ecuaciones de enlace

Las ecuaciones de enlace utilizadas para predecir la actividad de la zona del euro deberían contrastarse, generalmente, una con otra, porque al tratarse de resultados inciertos fiarse de uno solo puede ser engañoso. En un estudio realizado por Diron se emplean 8 ecuaciones para predecir el PIB de la zona del euro directamente<sup>1</sup>. Estas ecuaciones utilizan datos de producción industrial, producción de la construcción, ventas al por menor, desempleo, etc. Una extensión de este enfoque se basa en ecuaciones para predecir los componentes de la demanda agregada de la zona del euro, a partir de los cuales puede obtenerse otra predicción del PIB de la zona. Para cada uno de los componentes del gasto, se obtiene el promedio de previsiones a partir de unas diez ecuaciones. En la tercera sección de este artículo, la previsión mediante ecuaciones de enlace se basa en la media de todas las ecuaciones mencionadas anteriormente.

### Modelos de factores dinámicos

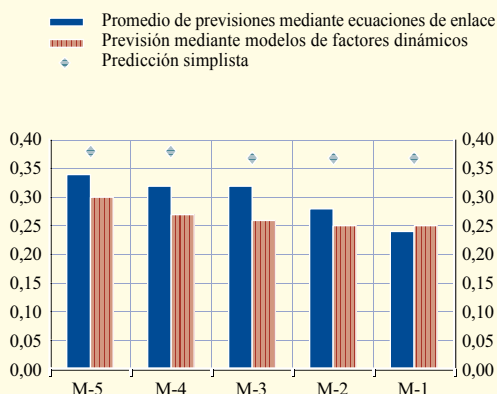
Utilizando modelos de factores dinámicos, se puede construir los factores a partir del conjunto de datos mensuales y realizar las correspondientes predicciones para el horizonte temporal deseado. En una segunda fase, se puede predecir el crecimiento del PIB a partir de los citados factores mediante la ecuación (1) que figura en el presente recuadro. Los factores representan combinaciones lineales de observaciones mensuales, que se construyen para explicar, en la mayor medida posible, la variación de estos datos. Un modelo de factores dinámicos desarrollado por Angelini et al. utiliza 88 series, que incluyen datos de producción industrial, encuestas, mercados financieros y de trabajo de la zona del euro, así como variables internacionales<sup>2</sup>. El modelo se basa en un trabajo anterior de Giannone et al. y permite obtener previsiones eficientes de factores a partir de datos publicados con distintos retrasos<sup>3</sup>. También se han desarrollado extensiones de los modelos para obtener previsiones de componentes de la demanda y del valor añadido, así como modelos para las principales economías de la zona del euro.

Asimismo, cabe destacar que varios bancos centrales y otras instituciones con responsabilidades en el ámbito de la política económica han desarrollado herramientas similares para la predicción a corto plazo del crecimiento del PIB. Por ejemplo, el indicador EuroCOIN, presentado por Altissimo et al., es un indicador contemporáneo del crecimiento tendencial del PIB de la zona del euro basado en un amplio conjunto de datos<sup>4</sup>.

- 1 M. Diron, «Short-term forecasts of euro area real GDP growth: an assessment of real-time performance based on vintage data», Working Paper n.º 622, BCE, 2006.
- 2 E. Angelini, G. Camba-Mendez, D. Giannone, L. Reichlin y G. Rünstler, «Short-term forecasts of euro area GDP», Discussion Paper 6746, CEPR, 2008.
- 3 D. Giannone, L. Reichlin y D. Small, «Nowcasting GDP and inflation», Discussion Paper 5178, CEPR, 2005, de próxima publicación en el *Journal of Monetary Economics*.
- 4 F. Altissimo, R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi y G. Veronese, «New EuroCOIN: tracking economic growth in real time», Discussion Paper 5633, CEPR, 2007.

**Gráfico 2 Evolución de la precisión de las previsiones del PIB**

(error cuadrático medio de la tasa de crecimiento del PIB, 1998-2005)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El eje horizontal muestra los meses que faltan hasta la publicación del PIB. Por ejemplo, la previsión del PIB del segundo trimestre M-5 se realiza utilizando la estructura de datos que estaba disponible a mediados de marzo, mientras que el avance se publica en agosto (mes M). Aunque el calendario de publicación de datos se replicó cuidadosamente, tal y como se indica en el cuadro, en el ejercicio de evaluación de las previsiones se utilizan los datos finales publicados. Cabe destacar que la incertidumbre de la predicción simplista varía en cuanto se dispone de una nueva observación del crecimiento del PIB en el trimestre anterior.

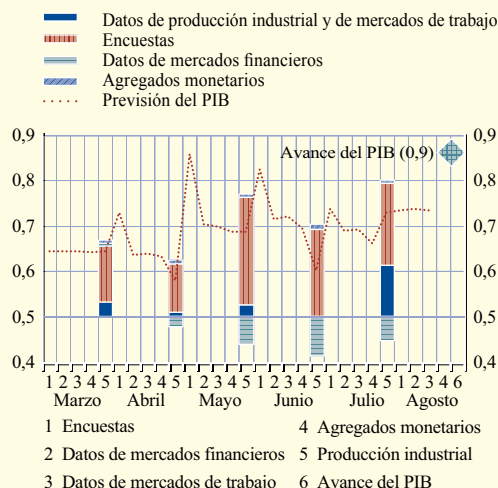
### 3 APLICACIÓN ILUSTRATIVA DE LAS HERRAMIENTAS

Basándose en el calendario de publicación de datos (véase cuadro), esta sección presenta algunos resultados empíricos obtenidos con las herramientas descritas en el recuadro, incluida la evolución de la precisión de las previsiones en el tiempo, a medida que se vaya disponiendo de más datos sobre el trimestre considerado. En este contexto, se evalúa también la influencia de los distintos datos sobre la previsión.

El gráfico 2 muestra la incertidumbre media de una secuencia de previsiones del crecimiento intertrimestral del PIB real en el segundo trimestre, realizadas en cinco meses consecutivos. Más concretamente, en el ejercicio de evaluación de la predicción se replican las previsiones efectuadas a mediados de mes, tras la publicación de los datos de producción industrial. Cada una de las previsiones se basa solamente en la información disponible en aquel

**Gráfico 3 Contribución de grupos de datos a la previsión del PIB para el segundo trimestre del 2006**

(tasa de crecimiento intertrimestral; contribuciones al crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Para más información sobre los grupos de datos y sus fechas de publicación, véase el cuadro. Las contribuciones se expresan en términos de desviaciones respecto al crecimiento medio del PIB.

momento. La medida de la incertidumbre utilizada es el error cuadrático medio (ECM) calculado para el período comprendido entre el tercer trimestre del año 1998 y el tercer trimestre del 2005. El gráfico refleja la disminución de la incertidumbre a lo largo del tiempo, a medida que aumenta la información. La primera previsión, realizada cinco meses antes de la publicación de los datos, representa una mejora poco significativa con respecto a una predicción simplista (basada en el supuesto de que el crecimiento intertrimestral del PIB no ha cambiado en relación con el trimestre anterior). A medida que se vaya disponiendo de más información, la incertidumbre de la predicción se reduce, hasta situarse alrededor de un 40% por debajo del error cuadrático medio de una predicción simplista un mes antes de la publicación del avance.

Los resultados relativos de los dos métodos, ilustrados por las dos barras del gráfico 2, sugieren que las previsiones basadas en modelos de factores dinámicos tienden a ser más precisas que el prome-

dio de previsiones obtenido mediante ecuaciones de enlace, al menos para predicciones a más largo plazo. Sin embargo, para la previsión final realizada un mes antes de la publicación de los datos del PIB, los resultados de las ecuaciones de enlace son prácticamente iguales a los del modelo de factores dinámicos. Uno de los motivos por los que se producen variaciones en los resultados relativos a lo largo del tiempo es que el modelo de factores dinámicos se basa en un conjunto de datos más completo y, en particular, en un mayor uso de los datos procedentes de las encuestas y de los mercados financieros. Al estar disponibles más pronto, los datos de las encuestas y de los mercados financieros constituyen una importante fuente de información para horizontes de predicción más dilatados, mientras que los datos de producción industrial, y los datos observados en general, adquieren importancia sólo para las previsiones finales, cuando ya se dispone de esta información para el trimestre de referencia<sup>1</sup>.

El gráfico 3 recoge un ejemplo de evolución de las previsiones para el segundo trimestre del 2006, obtenida a partir del modelo de factores dinámicos, tras la publicación de varios datos en el período comprendido entre mediados de marzo y mediados de agosto. El ejemplo ilustra el análisis de la información obtenida a partir de la publicación de datos individuales y muestra claramente que estos datos pueden proporcionar, ocasionalmente, señales contradictorias sobre la actividad económica. Después de indicar valores ligeramente superiores al 0,6% a lo largo del mes de marzo, la predicción se elevó por encima del 0,8% tras la publicación de las encuestas de abril, y volvió a descender cuando se publicaron otros datos. Sin embargo, los datos de las encuestas siguieron ofreciendo señales positivas,

también evidenciadas por los valores más altos de las predicciones observados después de la publicación de los datos de varias encuestas. Las previsiones finales realizadas a partir de mediados de julio se mantuvieron por encima del 0,7%, como consecuencia de la contribución positiva de los datos de producción industrial. Según el avance, el crecimiento intertrimestral del PIB se situaba en el 0,9%, mientras que el resultado final fue el 1%.

#### 4 CONCLUSIONES

Los responsables de la política económica han de contar con información exacta y, concretamente, con un análisis coyuntural de la actividad económica que sea fiable. Como consecuencia de los desfases existentes en la publicación de los datos de contabilidad nacional, el crecimiento actual del PIB debe evaluarse a partir de datos de mayor frecuencia procedentes de indicadores que se publican antes que las estimaciones de las cuentas nacionales. Las herramientas utilizadas a estos efectos en la zona del euro, y que se describen en el presente artículo, sintetizan eficazmente la información contenida en un amplio conjunto de indicadores. Las previsiones a corto plazo del PIB realizadas a partir de estos datos proporcionan también una información de gran utilidad para las proyecciones macroeconómicas, ya que ayudan a comprender mejor la evolución económica en el presente trimestre y en el trimestre siguiente. Estas previsiones hacen una utilización óptima de una serie de herramientas basadas en distintas metodologías encaminadas a garantizar la solidez de las predicciones, que se suelen complementar con evaluaciones de expertos a la hora de elaborar proyecciones macroeconómicas a más largo plazo.

1 Véase M. Banbura y G. Rünstler, «A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP», Working Paper n.º 751, BCE, 2007.

# EVOLUCIÓN DE LOS MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA UE

## ARTÍCULOS

Evolución  
de los mecanismos  
de estabilidad  
financiera de la UE

*El sistema financiero está experimentando transformaciones importantes como consecuencia de diversos cambios estructurales, que repercuten en el funcionamiento de los mecanismos de la UE destinados a salvaguardar la estabilidad financiera y pueden hacer necesaria la introducción de mejoras en los mismos. Entre estos cambios se incluyen la integración financiera, la existencia de un número creciente de grupos bancarios transfronterizos cada vez más importantes, y la innovación financiera con el surgimiento y la proliferación de instrumentos financieros nuevos y complejos. Hay varias iniciativas en marcha a escala de la UE, que están encaminadas a reforzar los mecanismos de estabilidad financiera a medio plazo, con el fin de hacer frente de forma más eficaz a los retos derivados de dichas transformaciones. Dentro de estas iniciativas se encuentran el fortalecimiento de los mecanismos de gestión de crisis financieras, en consonancia con la hoja de ruta estratégica adoptada por el Consejo ECOFIN en octubre del 2007, y la mejora del marco Lamfalussy para la regulación y la supervisión, según lo acordado por el Consejo ECOFIN en diciembre del 2007. Asimismo, se están estudiando diversas medidas a escala internacional y de la UE, con el fin de afrontar cuestiones surgidas a raíz de la experiencia con las turbulencias de los mercados financieros.*

## I INTRODUCCIÓN

El sistema financiero está experimentando transformaciones importantes como consecuencia de diversos cambios estructurales, que repercuten en el funcionamiento de los mecanismos de la UE destinados a salvaguardar la estabilidad financiera y pueden hacer necesaria la introducción de mejoras en los mismos. El primer conjunto de cambios está relacionado con el mayor grado de integración financiera en la UE. El avance hacia el mercado financiero único se ha visto potenciado por la introducción del euro y la integración progresiva de los mercados y de las infraestructuras de mercado, que a su vez ha favorecido que aumente el acceso a los servicios financieros así como la prestación de los mismos a escala transfronteriza<sup>1</sup>. En segundo lugar, el panorama financiero en Europa se caracteriza en la actualidad por un número creciente de grupos bancarios cada vez más importantes, que desarrollan actividades transfronterizas significativas y poseen un porcentaje considerable de los activos bancarios totales de la UE. Un tercer conjunto de cambios corresponde a la innovación financiera, que ha generado el rápido crecimiento de instrumentos financieros nuevos y complejos para transferir riesgo y de los mercados de crédito estructurado, lo cual, a su vez, ha favorecido las actividades de los intermediarios no bancarios, muchos de los cuales están altamente apalancados y, en general, no están regulados. Estos cambios han facilitado la transferencia y la redistribución de los riesgos a lo largo del sistema financiero, aumen-

tando así su eficiencia y, posiblemente, su capacidad de resistencia a las perturbaciones. Al mismo tiempo, como han demostrado los últimos acontecimientos de los mercados financieros, la creciente complejidad de los instrumentos financieros y la opacidad de las exposiciones al riesgo de las instituciones financieras pueden incrementar la incertidumbre sobre el riesgo asumido, sobre quién asume el riesgo en última instancia y sobre la magnitud de las posibles pérdidas.

Estos cambios plantean una serie de retos a los mecanismos de estabilidad financiera. En concreto, dado el aumento de las interrelaciones en los países de la UE entre los mercados, las infraestructuras de mercado y las instituciones del sistema financiero de la UE, cualquier posible perturbación puede propagarse por los Estados miembros. Por tanto, los mecanismos de estabilidad financiera de la UE deben estar habilitados para permitir a las autoridades y a los participantes en el mercado detectar con eficacia los riesgos para la estabilidad del conjunto del sistema financiero de la zona y para gestionar con eficiencia cualquier crisis financiera de carácter transfronterizo.

En este contexto, hay varias iniciativas en marcha a escala de la UE, algunas anteriores a las turbulencias en los mercados financieros, que están encaminadas a mejorar y reforzar a medio

<sup>1</sup> Para una descripción general, véase el informe sobre integración financiera en Europa titulado «Financial Integration in Europe», BCE, marzo del 2008.



plazo la capacidad para afrontar dichos retos de forma más efectiva. Dentro de estas iniciativas se encuentran el fortalecimiento de los mecanismos de gestión de crisis financieras, en consonancia con la hoja de ruta estratégica adoptada por el Consejo ECOFIN en octubre del año pasado, y la mejora del marco Lamfalussy para la regulación y la supervisión, según lo acordado por el Consejo ECOFIN en diciembre del 2007. Asimismo, el Consejo ECOFIN respaldó un conjunto de medidas en octubre del 2007 destinadas a hacer frente a los desafíos surgidos tras las recientes turbulencias de los mercados financieros. Todas estas medidas pueden tener un impacto positivo a largo plazo en el fortalecimiento de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE.

El objetivo de este artículo es ofrecer una visión general de las principales iniciativas que se encuentran en marcha. Se compone de dos partes básicas. La primera se centra en la revisión del marco Lamfalussy para la regulación y la supervisión financieras, y en ella se presentan los aspectos más importantes de la evaluación individual llevada a cabo por el Grupo Interinstitucional de Seguimiento (IIMG, en sus siglas en inglés), la Comisión Europea y el Eurosistema, así como la decisión adoptada por el Consejo ECOFIN en diciembre del 2007. La segunda parte versa sobre las iniciativas para reforzar el marco institucional de la UE para la estabilidad financiera, en concreto en el ámbito de la gestión de crisis, mediante la adopción de una hoja de ruta estratégica por parte del Consejo ECOFIN.

## 2 REVISIÓN DEL MARCO LAMFALUSSY PARA LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN FINANCIERAS

Desde que en el 2004 el marco Lamfalussy se extendió<sup>2</sup> a los sectores bancario y de seguros<sup>3</sup>, las instituciones de la UE han dedicado una considerable atención a la aplicación y al funcionamiento eficaces de este marco, con el fin de garantizar que sigue siendo capaz de hacer frente a los retos presentes y futuros y que ofrece el grado de convergencia supervisora y de cooperación fluida entre las autoridades competentes que requiere un mercado único de servicios financieros.

En el 2007 se revisó íntegramente el funcionamiento del marco Lamfalussy en los sectores financieros<sup>4</sup>, y como consecuencia de esta revisión, el 4 de diciembre del 2007 el Consejo ECOFIN aprobó algunas recomendaciones de mejora. A la hora de formular su valoración, el Consejo tuvo en cuenta evaluaciones previas del marco Lamfalussy expresadas por distintas instituciones y foros de la UE, en particular el IIMG, la Comisión y el Eurosistema<sup>5</sup>.

### 2.1 CONTRIBUCIONES A LA REVISIÓN DEL MARCO LAMFALUSSY

#### EL INFORME DEL IIMG

El IIMG se relanzó en el 2005<sup>6</sup>, tras la extensión del marco Lamfalussy, con un mandato de las instituciones europeas de evaluar los avances realizados en la aplicación del proceso Lamfalussy para garantizar un sistema de regulación y supervisión de los servicios financieros más eficaz

- 2 El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles. El Nivel 1 establece los principios básicos de la legislación que se han de adoptar mediante el procedimiento legislativo normal: las propuestas se originan en la Comisión Europea, y el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE las adoptan mediante el procedimiento de codecisión. El Nivel 2 dispone la adopción y la modificación, mediante un procedimiento rápido, de medidas para la aplicación de la legislación de Nivel 1. El Nivel 3 está relacionado con el trabajo de los Comités de Nivel 3 integrados por supervisores para reforzar la cooperación y la convergencia en materia de supervisión. El Nivel 4 se refiere a las medidas de la Comisión para reforzar la ejecución de la legislación de la UE, fundamentadas en un aumento de la cooperación entre los Estados miembros, sus organismos reguladores y el sector privado.
- 3 En el 2001 el Consejo Europeo decidió introducir el marco Lamfalussy en el sector de valores, cuyo objetivo era adoptar un proceso de regulación de los mercados de valores, especialmente con respecto a la adopción y la aplicación del Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF), que fuera lo suficientemente flexible para responder a los cambios de los mercados y a las normas de regulación, y crear las condiciones para un proceso de toma de decisiones fluido con el fin de garantizar la competitividad de la UE en el área de valores, respetando al mismo tiempo los requisitos de transparencia, seguridad jurídica y equilibrio institucional. El marco se extendió a los sectores bancario y de seguros en el 2004, con la creación de nuevos Comités mediante decisiones de la Comisión. Para más información, véase el artículo titulado «Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras», publicado en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.
- 4 La Directiva 2005/1/CE de 9 de marzo de 2005, que extendió el marco Lamfalussy a los sectores bancario y de seguros, exigió esta revisión.
- 5 Destacan el «Informe sobre la política para los servicios financieros (2005-2010)» del Parlamento Europeo, publicado en junio del 2007, así como contribuciones específicas por parte de los Comités de Nivel 3.
- 6 El primer IIMG, que se limitaba a los mercados de valores, se creó en octubre del 2002 para evaluar el marco.

y de identificar cualquier posible cuello de botella surgido en el proceso.

Tras un amplio proceso de consulta<sup>7</sup>, el IIMG publicó su informe final el 15 de octubre de 2007, en el que se ofrecía una valoración general del marco Lamfalussy y una evaluación sobre su capacidad para producir resultados, y se proponían determinadas recomendaciones para mejorar el proceso. El IIMG consideró que el proceso Lamfalussy había contribuido de manera significativa a la integración de los mercados financieros europeos y realizó algunas sugerencias de posible mejora en relación con la adopción de normativas y la ejecución de las mismas, que corresponden a los Niveles 1, 2 y 4 del marco Lamfalussy. El IIMG abordó, en concreto, la función de los Comités de Nivel 3<sup>8</sup> como plataforma para la coordinación en materia de supervisión y regulación, cuyos objetivos serían los siguientes: (i) contribuir a la implantación plena y con alta calidad de la legislación de la UE; (ii) incrementar la convergencia y la cooperación en materia de supervisión; (iii) mejorar la supervisión transfronteriza de los grupos bancarios; y (iv) facilitar la vigilancia de las infraestructuras de mercado.

A este respecto, el IIMG subrayó que los Comités de Nivel 3 tienen que disponer de los medios adecuados para cumplir dichos objetivos y formuló una serie de recomendaciones para mejorar su funcionamiento en el ámbito de la rendición de cuentas y de la efectividad de sus procesos de decisión. En primer lugar, el mandato y el programa de trabajo de los Comités de Nivel 3 deberían contar con el respaldo del Consejo de la UE, del Parlamento Europeo y de la Comisión. En cada Estado miembro, los supervisores nacionales deberían tener declaraciones de principios que les obligue a cooperar a escala de la UE y a tener en cuenta los intereses europeos y la importancia de fortalecer un Mercado Único Europeo efectivo. En segundo lugar, puede ser necesario permitir a los Comités de Nivel 3 que decidan por mayoría cualificada en determinados casos específicos —distintos a aquellos en los que se presta asesoramiento técnico a la Comisión, como ocurre actualmente. Las demás

decisiones relacionadas con la convergencia y la cooperación en materia de supervisión deberían someterse a consenso, habilitándose un mecanismo de «cumplimiento o explicación» para aquellas autoridades nacionales de los Estados miembros que desean desmarcarse de las decisiones de los comités. Por último, sería necesario aumentar considerablemente los recursos para compensar la envergadura de las tareas que el IIMG recomienda que se confíen a los Comités de Nivel 3.

#### COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN SOBRE LA REVISIÓN DEL MARCO LAMFALUSSY

Basándose también en las citadas recomendaciones del IIMG, la Comisión presentó en una comunicación (publicada el 20 de noviembre de 2007)<sup>9</sup> una serie de propuestas prácticas para fortalecer la estructura del marco Lamfalussy y, en concreto, para mejorar el funcionamiento de los Comités de Nivel 3, con el fin de reforzar la convergencia y la cooperación en materia de supervisión. Las propuestas de la Comisión incluían las siguientes medidas de mejora. En primer lugar, debería reforzarse la rendición de cuentas de los Comités de Nivel 3 ante las instituciones de la UE. En segundo, aunque las decisiones adoptadas por dichos Comités deberían mantener su carácter no vinculante, debería fomentarse su cumplimiento por parte de las autoridades supervisoras nacionales. En tercer lugar, podría ser necesario revisar la base jurídica actual de los Comités de Nivel 3 otorgada mediante decisiones de la Comisión, con el fin de reflejar mejor las tareas y funciones de los mismos. Por último, los procedimientos de decisión internos de estos Comités

7 En marzo del 2006 y enero del 2007, el IIMG sometió a consulta pública su primer y su segundo informes provisionales. Todos los informes pueden consultarse en la dirección siguiente: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm).

8 Los Comités de Nivel 3, integrados por representantes de las autoridades supervisoras nacionales, se crearon de acuerdo con las siguientes Decisiones de la Comisión: Decisión 2004/5/CE, por la que se crea el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés – con sede en Londres); Decisión 2004/6/CE, por la que se crea el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CEIOPS, en sus siglas en inglés – con sede en Francfort); y Decisión 2004/7/CE, por la que se crea el Comité de Reguladores Europeos (CESR, en sus siglas en inglés – con sede en París).

9 Comunicación de la Comisión: «Revisión del proceso Lamfalussy: Mayor convergencia en la supervisión», (13364/07).

deberían mejorarse y, sin perjuicio de posibles salvaguardias, permitir que todas las decisiones se adopten por mayoría cualificada.

### LA CONTRIBUCIÓN DEL EUROSISTEMA

El Eurosistema confirmó su amplio respaldo al marco Lamfalussy en su contribución a la revisión del mismo que se publicó en el último trimestre del 2007<sup>10</sup>. En concreto, el Eurosistema consideró que el marco Lamfalussy proporciona el entorno regulatorio y de supervisión adecuado para favorecer la estabilidad, la integración y la competitividad del sector financiero de la UE y respaldó una serie de medidas para reforzar dicho marco, en lo que respecta al fomento de la convergencia en materia de regulación (en los Niveles 1 y 2) y al funcionamiento eficiente de los Comités de Nivel 3 para alcanzar el objetivo de mejorar la convergencia en el ámbito de la supervisión (véanse más detalles a continuación).

### 2.2 PRINCIPALES CONCLUSIONES DE LA REVISIÓN DEL MARCO LAMFALUSSY

El 4 de diciembre de 2007, el Consejo ECOFIN calificó de ampliamente positiva la experiencia adquirida hasta la fecha con el marco Lamfalussy, basándose en las contribuciones realizadas por las instituciones de la UE, el IIMG y los Comités de Nivel 3. En particular, existía un acuerdo generalizado de que el enfoque Lamfalussy había aumentado la eficiencia y la efectividad del marco de regulación y supervisión de la UE, así como la calidad del proceso legislativo, de acuerdo con los objetivos de «mejorar la regulación», concretamente, mejorando el proceso de consulta, la transparencia y el análisis de impacto. Por consiguiente, el marco Lamfalussy cuenta con el amplio respaldo de las partes interesadas. Sin embargo, el Consejo consideró que había que introducir mejoras adicionales en todos los niveles del marco, sin alterar el equilibrio interinstitucional entre el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión.

Más concretamente, se apoyaron recomendaciones en relación con: (a) los mecanismos de regulación (Niveles 1 y 2 del marco Lamfalussy); y (b) el marco institucional de los Comités de Nivel 3. A continuación se analizan brevemente las principa-

les decisiones adoptadas por el Consejo ECOFIN acerca de cada uno de estos aspectos del marco Lamfalussy, teniendo en cuenta la contribución del Eurosistema.

### LOS MECANISMOS DE REGULACIÓN (NIVELES 1 Y 2 DEL MARCO LAMFALUSSY)

Por lo que respecta al Nivel 1, el Consejo ECOFIN apuntó una serie de medidas para limitar el uso de las opciones y discreciones nacionales en las directivas de la UE y en su desarrollo normativo<sup>11</sup>, como también había defendido el Eurosistema.

Un aspecto adicional destacado en la contribución del Eurosistema se refería a la necesidad de garantizar una distinción clara entre la legislación de Nivel 1 y de Nivel 2 como característica clave del proceso Lamfalussy para fomentar la convergencia en materia de regulación: las normas de Nivel 1 deberían limitarse, en la medida de lo posible, a principios marco, mientras que los aspectos técnicos deberían especificarse en medidas de Nivel 2, que puedan modificarse rápidamente mediante procedimientos legislativos más flexibles. Sin embargo, hasta el momento, la distinción entre los Niveles 1 y 2 sólo se ha aplicado en un grado muy limitado en el sector bancario. Más concretamente, el Eurosistema señaló que con la Directiva de

10 «Eurosysteem contribution to the review of the Lamfalussy framework», publicada el 30 de noviembre de 2007 en la dirección del BCE en Internet. En declaraciones públicas previas se expresó el apoyo al marco Lamfalussy: «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», contribución del Eurosistema a la consulta pública realizada por la Comisión, 17 de febrero de 2005; «Libro Verde sobre la política para los servicios financieros (2005-2010)», contribución del Eurosistema a la consulta pública realizada por la Comisión, 1 de agosto de 2005 (también disponibles en la dirección del BCE en Internet).

11 De acuerdo con las conclusiones del Consejo, el Consejo «(...) DESTACA que la responsabilidad principal de limitar el número de opciones y discreciones en las Directivas de la UE, y por tanto, de crear las condiciones previas necesarias para una mayor convergencia en materia de supervisión, reside en el legislador (el Consejo y el Parlamento Europeo), y SE COMPROMETE a limitar el uso de las discreciones nacionales y del *gold-plating* (sobrerregulación) al mínimo necesario, dadas las características específicas de los mercados nacionales e INVITA al Parlamento Europeo a unirse en este empeño: – INVITA a los Estados miembros a revisar las opciones y discreciones aplicadas en sus legislaciones nacionales, a limitar su uso (en la medida de lo posible) y a informar a la Comisión de sus conclusiones, e INVITA a las Instituciones a introducir una «cláusula de revisión» en la futura legislación de la UE de todas las opciones y discreciones incluidas en los respectivos actos jurídicos. Cuando esta cláusula entre en vigor tras un periodo de tiempo determinado, la necesidad y el uso de las opciones y discreciones deberían revisarse, aboliéndose éstas si no se demuestra su necesidad; (...).»

requerimientos de capital se había perdido la oportunidad de revisar los requerimientos de capital de la UE adecuándolos al marco Lamfalussy<sup>12</sup>, ya que el número de disposiciones que pueden ajustarse mediante procedimientos de comitología es reducido. A medio plazo, habría que evaluar la necesidad de reestructurar dicha Directiva así como otras leyes bancarias para adecuarlas al espíritu del marco Lamfalussy, partiendo de un análisis efectivo de costes y beneficios.

### MARCO INSTITUCIONAL DE LOS COMITÉS DE NIVEL 3

El Eurosistema, al igual que el resto de contribuciones a la revisión del enfoque Lamfalussy, respaldó una nueva mejora del marco institucional y del funcionamiento de los Comités de Nivel 3. Más concretamente, las contribuciones pusieron de manifiesto, en la misma línea, posibles mejoras de algunos aspectos fundamentales de los Comités de Nivel 3 relativos a la base jurídica, la rendición de cuentas y el proceso de decisión.

En primer lugar, debería aclararse la base jurídica de los comités de Nivel 3 en relación con las actividades destinadas a fomentar la convergencia y la cooperación en materia de supervisión. Por ejemplo, la función del CEBS de asesorar a la Comisión para promulgar normas de Nivel 2 se subraya claramente en la decisión de la Comisión por la que se establece el CEBS y en la correspondiente legislación bancaria de la UE. Sin embargo, no existe una base jurídica clara en lo que respecta al papel del CEBS en las actividades de Nivel 3 para fomentar la convergencia y la cooperación en materia de supervisión, en las que funciona como una red de supervisores nacionales. El Eurosistema señaló que la aclaración de la base jurídica en la UE del CEBS (por ejemplo, mediante un texto legal adoptado por el Consejo y el Parlamento Europeo) resaltaría sin duda la importancia del trabajo del CEBS y facilitaría la introducción de las referencias correspondientes en las normas de Nivel 1 pertinentes.

En relación con esta cuestión, el Consejo ECOFIN pidió a la Comisión que profundizara en el análisis «para clarificar el papel de los Comités de Nivel 3 y considerar todas las alternativas existentes para reforzar el funcionamiento de estos comités, sin desequilibrar la actual estructura institucional ni

reducir el grado de rendición de cuentas de los supervisores».

En segundo lugar, la rendición de cuentas de los Comités de Nivel 3 y de sus miembros mejoraría con la especificación de los objetivos que deben alcanzar dichos comités y la presentación de programas de trabajo periódicos a los órganos de la UE para recibir sus comentarios y orientaciones políticas de alto nivel, respetando debidamente su independencia operativa. Además, en las declaraciones de principios nacionales de los supervisores podría introducirse una referencia a la obligación de fomentar la convergencia y la cooperación en la UE.

Estas propuestas fueron respaldadas por el Consejo ECOFIN, que invitó a los Comités de Nivel 3 a presentar anualmente a la Comisión, al Consejo y al Parlamento Europeo los borradores de sus programas de trabajo (para permitirles expresar su opinión sobre las prioridades básicas) así como informes sobre la consecución de sus objetivos. Asimismo, el Comité de Servicios Financieros y el Comité Económico y Financiero recibieron el mandato del Consejo ECOFIN de continuar estudiando la posibilidad de incluir en los mandatos de los supervisores nacionales, como una tarea explícita, la cooperación dentro de la UE para conseguir la convergencia europea en materia de supervisión, y de tener en cuenta la preocupación por la estabilidad financiera en todos los Estados miembros.

En tercer lugar, el proceso de decisión de los comités podría mejorar con la introducción de la decisión por mayoría, con el fin de seguir avanzando en la convergencia de los requisitos en materia de supervisión. El Consejo ECOFIN encomendó a los Comités de Nivel 3 la tarea de introducir en sus estatutos, en caso necesario, la posibilidad de decidir por mayoría cualificada y la obligación

12 Véase a este respecto el Dictamen del Banco Central Europeo de 17 de febrero de 2005 solicitado por el Consejo de la Unión Europea sobre una propuesta de directivas del Parlamento Europeo y del Consejo que refunden la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a las actividades de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (CON/2005/4), que puede consultarse en la dirección siguiente: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legalpdf/c\\_05220050302en00370046.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legalpdf/c_05220050302en00370046.pdf).

por parte de quienes no cumplan este criterio de explicar sus decisiones públicamente.

Las decisiones adoptadas por el Consejo ECOFIN confirman la importancia primordial del enfoque Lamfalussy para alcanzar los objetivos comunes de reforzar la convergencia y la cooperación en materia de supervisión. La Comisión y los Comités de Nivel 3 ya han empezado a trabajar en la aplicación de las decisiones políticas correspondientes. El BCE está contribuyendo a la realización de dicho trabajo de seguimiento, con el firme convencimiento de que las reflexiones políticas efectuadas el año pasado acerca de la revisión del marco Lamfalussy deberían ir acompañadas ahora por acciones concretas, que garantizarán que se siga avanzando para conseguir la convergencia y la cooperación en los procesos de supervisión cotidianos, prestando especial atención a las instituciones financieras transfronterizas.

### **3 LOS MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA UE**

#### **3.1 VISIÓN GENERAL**

El marco institucional para la salvaguardia de la estabilidad financiera incluye los mecanismos necesarios para que el sistema financiero haga frente a las perturbaciones, que pueden afectar a su buen funcionamiento. Este marco se basa en tres componentes principales: prevención, gestión y resolución de crisis. La prevención de crisis está relacionada con el desarrollo de las funciones de las autoridades supervisoras, que se encargan de vigilar la seguridad y solidez de las instituciones financieras, y de los bancos centrales, que realizan un seguimiento y una evaluación de la estabilidad financiera basándose en el análisis macroprudencial. La gestión de crisis puede definirse como el conjunto de mecanismos de que disponen las autoridades públicas para actuar en caso de perturbaciones en los mercados financieros. Por ejemplo, los supervisores pueden adoptar medidas en relación con la gestión de una institución financiera, exigir capital adicional a los accionistas o imponer medidas de saneamiento. Los bancos centrales pueden emprender acciones destinadas a restablecer una situación de liquidez normal en los

mercados monetarios o a asegurar el buen funcionamiento de las infraestructuras de mercado. Por último, la resolución de crisis se refiere a los mecanismos encaminados a ocuparse de forma ordenada de una institución financiera con problemas de solvencia y proteger los derechos de los acreedores, especialmente los depositantes. En el cuadro 1 siguiente se presenta una visión general de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE.

Hay una estrecha interrelación entre estos tres componentes del marco de estabilidad financiera. La efectividad de la gestión y resolución de crisis depende en gran medida de la existencia de un marco de supervisión y banca central eficiente capaz de identificar y reaccionar anticipadamente ante posibles amenazas para la estabilidad financiera. A la inversa, la efectividad de las medidas supervisoras depende también de la existencia de mecanismos adecuados que ayuden a que las instituciones insolventes salgan del mercado de forma ordenada. La posibilidad de que las instituciones financieras puedan salir del mercado si se ven gravemente afectadas por una crisis constituye un fuerte incentivo para que optimicen la gestión de riesgos y elaboren planes de negocio adecuados.

En el ámbito de la UE, los mecanismos para salvaguardar la estabilidad financiera tienen que hacer frente a los retos transfronterizos concretos que plantea el desarrollo del mercado financiero único, lo cual exige, en particular, una interrelación transfronteriza fluida y eficiente entre las distintas autoridades involucradas en la prevención, gestión y resolución de crisis. En este contexto, los mecanismos de la UE para la prevención de crisis se basan en un marco prudencial y de supervisión desarrollado, ampliamente armonizado mediante la legislación de la UE y respaldado por las actividades de los Comités de Nivel 3, como se ha indicado en las secciones anteriores.

Los mecanismos e instrumentos para la gestión y la resolución de crisis deberían estar basados en un marco eficiente que mantenga el grado de flexibilidad necesario para afrontar una crisis financiera. Dado que cualquier posible crisis financiera tiene un carácter único, y teniendo en cuenta los factores institucionales propios de cada Estado miembro

Cuadro I El marco de la UE para salvaguardar la estabilidad financiera

Funciones	Estructuras para la cooperación transfronteriza entre autoridades	Marco legislativo
<b>Prevención de crisis</b>		
Funciones de supervisión	Comités de Nivel 3 para la convergencia de las prácticas de supervisión Colegios de Supervisores <sup>1)</sup>	Leyes nacionales, ampliamente armonizadas mediante legislación de la UE
Seguimiento de la estabilidad financiera por parte de los bancos centrales	Comités del SEBC	Tratado de la UE, Estatutos del SEBC y leyes nacionales sobre el banco central de cada país
<b>Gestión de crisis</b>		
Medidas supervisoras	Colegios de supervisores MoU de la UE	Leyes nacionales, ampliamente armonizadas mediante legislación de la UE
Inyección de liquidez por parte de los bancos centrales	Eurosistema	Leyes nacionales sobre el banco central de cada país
Medidas sobre sistemas de pago	Comités del SEBC MoU de la UE	Estatutos del SEBC y leyes nacionales sobre el banco central de cada país
<b>Resolución de crisis</b>		
Soluciones del sector privado	MoU de la UE	n/d
Medidas públicas adoptadas por los Ministerios de Economía	MoU de la UE	Leyes nacionales Derecho de la competencia de la UE
Saneamiento y liquidación de instituciones financieras	Relaciones bilaterales entre las autoridades competentes de los Estados miembros	Leyes nacionales, parcialmente armonizadas mediante legislación de la UE
Sistemas de garantía de depósitos	Relaciones bilaterales entre las autoridades competentes de los Estados miembros	Leyes nacionales, parcialmente armonizadas mediante legislación de la UE

1) Los Colegios de Supervisores son estructuras permanentes, aunque flexibles, para la cooperación y la coordinación entre las autoridades encargadas de la supervisión de los distintos componentes de los grupos bancarios transfronterizos («Colegio»). Véase «Range of practices on supervisory colleges and home-host cooperation», publicado por el CEBS con fecha 27 de diciembre de 2007.

(como las leyes concursales), las autoridades necesitan un nivel de flexibilidad mayor que para la prevención de crisis, a la hora de aplicar todas las medidas necesarias para hacer frente a las perturbaciones financieras. Por tanto, los mecanismos de gestión y resolución de crisis en la UE se han centrado en el desarrollo de procedimientos de cooperación e intercambio de información entre las autoridades supervisoras de la UE, los bancos centrales y los Ministerios de Economía. En este contexto, en mayo del 2005 estas autoridades adoptaron un Convenio de Cooperación (*Memorandum of Understanding*, MoU, en sus siglas en inglés) para situaciones de crisis financieras, que consiste en un

conjunto de principios y procedimientos para el intercambio de información, opiniones y valoraciones, con el fin de ayudar en el desempeño de sus respectivas funciones y preservar la estabilidad general de los sistemas financieros de los Estados miembros y de la UE en su conjunto<sup>13</sup>.

En este entorno, la efectividad de los mecanismos de gestión y resolución de crisis en el ámbito de la UE depende de la eficiencia con la que las autori-

13 Para una descripción del Convenio de Cooperación, véase la nota de prensa del BCE de 18 de mayo de 2005, que puede consultarse en la dirección siguiente: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2005/html/pr050518\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2005/html/pr050518_1.en.html).

dades de los distintos países comparten información y cooperan entre sí. Dicha efectividad ha sido contrastada en diversos ejercicios de simulación de crisis financieras, el último de los cuales se llevó a cabo en abril del 2006 a escala de toda la UE, a iniciativa del Comité Económico y Financiero (CEF). Este ejercicio, aunque confirmó la idoneidad de los mecanismos existentes, puso de manifiesto una serie de áreas susceptibles de mejora<sup>14</sup> y sirvió de base para una serie de iniciativas en el ámbito de la UE tendentes a reforzar sus mecanismos de estabilidad financiera. Estas iniciativas se analizan en las secciones siguientes.

### **3.2 HOJA DE RUTA ESTRATÉGICA PARA REFORZAR LOS MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA UE**

En septiembre del 2006, un grupo de trabajo ad hoc del CEF recibió el mandato de estudiar métodos para seguir desarrollando los mecanismos de estabilidad financiera de la UE, utilizando como base la útil información extraída del ejercicio de simulación de crisis financieras a escala de la UE que se llevó a cabo en abril del 2006. Partiendo de las responsabilidades existentes, principalmente a escala nacional, y centrándose en reforzar los mecanismos de cooperación entre países de la UE, el grupo de trabajo ad hoc identificó una serie de medidas para garantizar la coherencia entre los mecanismos de gestión y resolución de crisis, por un lado, y los de prevención de crisis, por otro. Las recomendaciones propuestas por este grupo de trabajo fueron aprobadas por el CEF en septiembre del 2007, y respaldadas por el Consejo ECOFIN el mes siguiente, como parte de una hoja de ruta estratégica para fortalecer los mecanismos de estabilidad financiera a escala nacional y de la UE<sup>15</sup>. Dicha hoja de ruta incluye las medidas que se detallan a continuación.

#### **CONVENIO DE COOPERACIÓN SOBRE GESTIÓN DE CRISIS**

La primera medida consiste en la preparación de un nuevo Convenio de Cooperación (MoU) de la UE entre las autoridades supervisoras, los bancos centrales y los Ministerios de Economía de la UE. Este MoU debería basarse en el convenio

previo del 2005, citado anteriormente, y debería incluir tres componentes principales. En primer lugar, debería existir un conjunto de principios comunes en el ámbito de la UE para la gestión de crisis financieras transfronterizas. El segundo componente es un marco analítico común para la evaluación de las implicaciones sistémicas de una posible crisis, que ha sido desarrollado por el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC en colaboración con el CEBS. Este marco proporciona una terminología común en relación con la evaluación de crisis sistémicas transfronterizas. El tercer componente consta de orientaciones prácticas comunes para la gestión de crisis, que deberían reflejar un entendimiento común de los pasos y procedimientos que deben adoptarse y seguirse en una situación de crisis transfronteriza.

#### **PRINCIPIOS COMUNES DE LA UE PARA LA GESTIÓN DE CRISIS FINANCIERAS**

Con el fin de crear una base coherente y sólida para afrontar una crisis financiera en la UE, el Consejo ECOFIN adoptó un conjunto de nueve principios comunes que deben seguir los Estados miembros en la gestión de cualquier crisis financiera transfronteriza que afecte como mínimo a un grupo bancario que: (i) desarrolle actividades importantes en otros países; (ii) se enfrente a problemas graves que previsiblemente tendrían efectos sistémicos en al menos un Estado miembro; y (iii) se considera que corre el riesgo de entrar en situación de insolvencia.

Los principios comunes ponen de manifiesto el consenso de los Estados miembros acerca de las bases fundamentales para preservar la estabilidad del sistema financiero, tanto a escala nacional como de la UE. Pueden destacarse tres elementos principales. En primer lugar, la gestión de crisis transfronterizas es una cuestión de interés común para los Estados miembros. En segundo, en la resolución de una crisis debería darse prioridad a

14 Este ejercicio fue organizado por el Comité Económico y Financiero con el fin de poner a prueba el Convenio de Cooperación para situaciones de crisis financieras entre los supervisores bancarios, los bancos centrales y los Ministerios de Economía. Para más información, véase el Informe Anual 2006 del BCE, p. 151.

15 Conclusiones del Consejo ECOFIN de Luxemburgo sobre «Mejora de los mecanismos de estabilidad financiera en la UE».

las soluciones del sector privado. En tercer lugar, si se utilizan fondos públicos, los Estados miembros afectados compartirán los costes presupuestarios directos siguiendo criterios equitativos y equilibrados, que tengan en cuenta el impacto económico de la crisis y el marco de las facultades de supervisión de los países de origen y de acogida. Por tanto, estos principios comunes se formalizarán en el nuevo MoU de la UE (véase el recuadro).

#### Recuadro

#### PRINCIPIOS COMUNES PARA LA GESTIÓN DE CRISIS FINANCIERAS TRANSFRONTERIZAS ADOPTADOS POR EL CONSEJO ECOFIN EN OCTUBRE DEL 2007

1. El objetivo de la gestión de crisis es proteger la estabilidad del sistema financiero en cada uno de los países implicados y en la UE en su conjunto y minimizar los posibles efectos económicos nocivos al mínimo coste colectivo global. Su objetivo no es impedir las quiebras bancarias.
2. En una situación de crisis se dará siempre prioridad a las soluciones del sector privado que se basarán, en la medida de lo posible, en la situación financiera de un grupo bancario en su conjunto. La Dirección de una institución en dificultades tendrá que rendir cuentas, los accionistas no recibirán ayudas a modo de rescate, y los acreedores y los depositantes no asegurados deberán contar con la posibilidad de sufrir pérdidas.
3. La utilización de fondos públicos para resolver una crisis no puede nunca darse por sentada y esta medida sólo se considerará para resolver perturbaciones económicas graves y cuando se estime que los beneficios sociales globales superan el coste de la recapitalización con fondos públicos. Las circunstancias y la oportunidad de una posible intervención pública no pueden determinarse de antemano. Para la utilización de fondos públicos deberán fijarse condiciones estrictas y homogéneas.
4. La gestión de una crisis transfronteriza es un asunto de interés común para todos los Estados miembros afectados. Cuando un grupo bancario realice actividades transfronterizas significativas en diferentes Estados miembros, las autoridades de estos países cooperarán estrechamente y se prepararán en los períodos normales, en la medida de lo posible, para compartir una posible carga fiscal. Si están implicados los fondos públicos, los costes presupuestarios directos netos serán compartidos por los Estados miembros afectados, siguiendo unos criterios equitativos y equilibrados que tengan en cuenta la incidencia económica de la crisis en los países afectados y el marco de las facultades de supervisión de los países de origen y de acogida.
5. Los mecanismos e instrumentos para la gestión de crisis transfronterizas se concebirán de manera flexible para poder adaptarse a las peculiaridades de cada crisis, de las diferentes instituciones, de las partidas reflejadas en el balance y de los mercados. Los mecanismos transfronterizos se basarán en mecanismos nacionales efectivos y en una cooperación eficaz entre las autoridades de los diferentes países. Las autoridades competentes de los Estados miembros afectados por una crisis deberán estar en condiciones de evaluar sin demora el carácter sistémico de la misma y sus implicaciones transfronterizas, basándose en una terminología y un marco analítico comunes.
6. Los mecanismos para la gestión y la resolución de crisis deberán ser coherentes con los mecanismos de supervisión y prevención de crisis. Esta coherencia afecta, en particular, al reparto de respon-



sabilidades entre las diferentes autoridades y a la función coordinadora de las autoridades supervisoras del país de origen.

7. La plena participación en la gestión y resolución de una crisis quedará garantizada en una fase inicial para aquellos Estados miembros que puedan verse afectados por determinadas instituciones o infraestructuras, teniendo en cuenta que para resolver una crisis puede ser necesario actuar con rapidez.

8. Las medidas de política que se adopten en el contexto de gestión de crisis deberán mantener una igualdad de condiciones. En particular, toda intervención pública deberá cumplir las normas de la UE en materia de competencia y ayudas públicas.

9. En los mecanismos de estabilidad financiera deberá tenerse en cuenta la dimensión global, cuando sea necesario. Si procede, se contará con la participación de las autoridades de terceros países.

#### **UN MARCO ANALÍTICO COMÚN PARA LA EVALUACIÓN DE LAS IMPLICACIONES SISTÉMICAS**

El segundo componente del nuevo MoU de la UE es el marco analítico desarrollado por el BSC y el CEBS en el 2007, que está destinado a proporcionar un lenguaje común para las deliberaciones entre las autoridades de los Estados miembros afectados por una crisis financiera transfronteriza. Este marco favorecería el cumplimiento de dos objetivos principales.

En primer lugar, debería permitir a las autoridades de diferentes Estados miembros solventar con mayor claridad cualquier diferencia en sus puntos de vista sobre el impacto de la crisis en sus sistemas financieros internos y su economía real. En este contexto, un lenguaje común no implica una evaluación común entre las distintas autoridades.

El marco analítico desarrollado por el BSC y el CEBS no proporciona una medida única y uniforme del impacto sistémico de una crisis financiera, sino que exige evaluaciones independientes de su impacto sobre las instituciones financieras, los mercados financieros, las infraestructuras financieras y la economía real. Debería analizarse la magnitud del impacto sistémico de la crisis en cada uno de estos componentes, teniendo en cuenta tanto la importancia crítica de las partes afectadas del componente, como el grado de perturbación causada. En este marco se incluyen algunos

indicadores para reforzar la evaluación de las autoridades.

El segundo objetivo es, al mismo tiempo, reducir el riesgo de que las autoridades, bajo la presión de la coyuntura y antes de evaluar el impacto potencial de la crisis, emprendan medidas que comprometan los fondos públicos. Por tanto, dicho marco respalda el principio básico de que para resolver una crisis financiera, siempre hay que dar prioridad a las soluciones del sector privado.

De acuerdo con el calendario establecido por el Consejo ECOFIN, las autoridades de los distintos Estados miembros deberían utilizar este marco analítico antes de finales del 2008.

#### **ORIENTACIONES PRÁCTICAS COMUNES PARA LA GESTIÓN DE CRISIS**

El tercer componente del MoU de la UE consta de orientaciones prácticas comunes para la gestión de crisis, las cuales se desarrollarán con el fin de dejar constancia del entendimiento común de los pasos y procedimientos que deben adoptarse y seguirse en una situación de crisis transfronteriza. Estas orientaciones prácticas pueden abarcar aspectos tales como los procedimientos operativos para el intercambio de información entre autoridades, la realización de evaluaciones sistémicas, la coordinación de los procesos de decisión, la gestión de la comunicación con el público, y la corres-

pondiente asignación de tareas entre las autoridades que participan en la gestión de una crisis financiera.

### ACUERDOS ESPECÍFICOS DE COOPERACIÓN VOLUNTARIA ENTRE LAS AUTORIDADES PERTINENTES

Además del MoU de la UE ampliado, el Consejo ECOFIN señaló otros mecanismos de apoyo a la cooperación transfronteriza entre las autoridades de los Estados miembros que pueden sufrir los efectos de una crisis. En concreto, el Consejo ECOFIN insta a las autoridades de los distintos Estados miembros a compartir sus preocupaciones en relación con la estabilidad financiera para empezar a desarrollar, cuanto antes, acuerdos de cooperación voluntaria que estén en consonancia con el nuevo MoU de la UE, basándose en los mecanismos de supervisión transfronterizos para la prevención de crisis. Estos acuerdos se centrarían en principios y procedimientos detallados, teniendo en cuenta las necesidades concretas de gestión de crisis en un contexto transfronterizo específico.

### 3.3 OTRAS INICIATIVAS DE LA HOJA DE RUTA ESTRATÉGICA

En el marco de las medidas detalladas en la hoja de ruta estratégica adoptada por el Consejo ECOFIN, la Comisión ha sido invitada para analizar, en estrecha colaboración con los Estados miembros, posibles mejoras y, si procede, proponer cambios regulatorios en relación con las obligaciones y los instrumentos de cooperación para gestionar una crisis transfronteriza, tal como se describe a continuación.

#### REVISIÓN DE LA DIRECTIVA DE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

Con el objeto de clarificar la naturaleza y el alcance de las obligaciones legales relativas al intercambio de información y la cooperación en situaciones de crisis, la Comisión ha estado estudiando, en estrecha colaboración con los Estados miembros, posibles modificaciones a la Directiva de requerimientos de capital. Más concretamente, el objetivo de una posible revisión del marco jurídico es: (i) aclarar las obligaciones existentes de las autoridades supervisoras, los bancos centrales y

los Ministerios de Economía de intercambiar información y cooperar en una situación de crisis; (ii) aumentar los derechos de información y la participación de los países de acogida; (iii) clarificar el cometido de los supervisores consolidados y facilitar la oportuna participación de las partes pertinentes en una situación de crisis; y (iv) examinar si son necesarios cambios legislativos a estos efectos, incluido el reforzamiento de los requisitos legales de colaboración e intercambio de información entre supervisores.

De conformidad con la hoja de ruta estratégica, las propuestas correspondientes de la Comisión deberían estar terminadas antes de finales del 2008, y deberían ser adoptadas por el Consejo y el Parlamento Europeo antes de finales del 2009.

#### MEJORA DE LOS INSTRUMENTOS PARA GESTIONAR UNA CRISIS TRANSFRONTERIZA

Para aumentar la disponibilidad y la funcionalidad transfronteriza de los instrumentos concebidos específicamente para gestionar crisis o facilitar soluciones del sector privado, reduciendo al mínimo los costes económicos y sociales, la Comisión ha estado analizando posibles medidas de mejora y, en caso necesario, proponiendo cambios regulatorios en diversos ámbitos.

El primer ámbito es la transferencia de activos dentro de un grupo bancario. Dado que las filiales de un grupo bancario son entidades con personalidad jurídica propia sujetas a la legislación del Estado miembro en el que están establecidas, la legislación nacional puede impedir la transferencia de activos entre ellas para proteger a los acreedores y depositantes. En caso de crisis financiera, dichos obstáculos pueden generar dificultades a la hora de transferir activos a los componentes del grupo bancario que los necesita, por ejemplo, para participar en operaciones de política monetaria. En este contexto, se ha solicitado a la Comisión que lleve a cabo un estudio de viabilidad sobre la reducción de barreras a la transferencia de activos, introduciendo al mismo tiempo las salvaguardias adecuadas en la legislación bancaria, sobre procesos concursales y mercantil, teniendo en cuenta que la redistribución de activos en una crisis afecta a la capacidad de las partes interesadas de las

distintas entidades jurídicas para hacer valer sus derechos. El objetivo general es reforzar la prioridad de las soluciones del sector privado, evitar un acotamiento contraproducente de los activos y facilitar la gestión fluida de una crisis.

El segundo ámbito es el de los sistemas de garantía de depósitos. En general, aunque existe un cierto grado de armonización a través de la Directiva de la UE sobre Sistemas de Garantía de Depósitos, las características de estos sistemas varían entre unos Estados miembros y otros, lo cual puede dificultar su interacción en caso de crisis financieras transfronterizas. En este contexto se ha solicitado a la Comisión que clarifique el ámbito de aplicación de esta Directiva en relación con las funciones de los sistemas de garantía de depósitos, los mecanismos de compensación de los sistemas de los Estados miembros en los que existen sucursales (mecanismos *topping-up*), el intercambio de información entre sistemas, la posibilidad de reducir los plazos para indemnizar a los depositantes, y los medios para mejorar la información a estos últimos. Está previsto que la Comisión emita su informe en marzo del 2009 a más tardar.

El tercer ámbito es el apoyo financiero público. En algunos casos, puede ser necesario dicho apoyo para rescatar a un banco cuya quiebra tendría un impacto económico significativo y podría generar una crisis transfronteriza. En este contexto, se ha solicitado a la Comisión que intente aclarar cuándo podría considerarse que una crisis bancaria constituye «una perturbación grave de la economía» en virtud del Tratado y de las normas relativas a las ayudas públicas. Además, se ha invitado a la Comisión a que considere simplificar los procedimientos, centrándose en la forma de tramitar con celeridad las solicitudes de ayudas estatales en circunstancias críticas, dada la necesidad de gestionar una crisis de forma rápida y eficaz.

Por último, se ha solicitado a la Comisión que evalúe la posible ampliación del ámbito de aplicación de la presente directiva de la UE sobre el saneamiento y la liquidación de entidades de crédito para que incluya las filiales, con el objetivo de mejorar la eficiencia en el saneamiento y la liquidación de los grupos bancarios transfronterizos,

teniendo debidamente en cuenta los intereses de todas las partes interesadas. Esta directiva garantiza que una entidad de crédito sea tratada como una única entidad y sus activos se incluyan en un solo proceso, descartando procedimientos secundarios. Sin embargo, la directiva no abarca a las filiales, de modo que el saneamiento o la liquidación de un grupo bancario transfronterizo implica necesariamente tratar con distintos sistemas nacionales. Por tanto, si se revisara la directiva actual se podrían incluir las filiales en su ámbito de aplicación, contemplando procedimientos de concurso de acreedores. La Comisión lanzó una consulta pública sobre esta directiva en octubre del 2007 y está previsto que publique los resultados de su estudio de viabilidad a finales del 2008.

#### 4 RESPUESTAS A LAS RECIENTES TURBULENCIAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Desde el comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto del 2007, se han hecho reflexiones para llegar a un entendimiento común de los factores determinantes de las perturbaciones, extraer conclusiones y adoptar las medidas necesarias para evitar que se vuelvan a producir alteraciones similares. A este respecto se han puesto en marcha iniciativas a escala europea e internacional.

A escala de la UE, el Consejo ECOFIN<sup>16</sup> acordó una lista de medidas que debían emprenderse en el 2008 a más tardar. Las principales áreas de trabajo están encaminadas a: (i) aumentar la transparencia; (ii) mejorar los procesos de valoración, especialmente en el caso de instrumentos financieros complejos o ilíquidos; (iii) reforzar el funcionamiento del mercado, en concreto revisando el papel de las agencias de calificación crediticia, el proceso de debida diligencia de los inversores y los fundamentos del modelo bancario basado en «originar para distribuir»; y (iv) mejorar el marco prudencial y la gestión del riesgo en las entidades de crédito. A este respecto, la plena aplicación del marco Basilea II, con la introducción de normas

16 Sesión n.º 2822 del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros, nota de prensa, Luxemburgo, 9 de octubre de 2007.

más sensibles al riesgo y de disposiciones detalladas sobre las obligaciones de información, contribuirá a mejorar el marco regulador. Pero queda por hacer un trabajo importante en otras áreas, por ejemplo, la gestión del riesgo de liquidez, el riesgo de concentración y las operaciones de titulización. Está previsto que la Comisión presente modificaciones a la Directiva de requerimientos de capital en otoño.

En paralelo con este trabajo, se está consiguiendo a nivel mundial una mayor cooperación internacional para abordar estas cuestiones, concretamente bajo los auspicios del Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF)<sup>17</sup>, que está preparando un informe con recomendaciones específicas para la reunión de abril del 2008 de los ministros de Economía y los gobernadores de los bancos centrales del G7. En el informe provisional, publicado en febrero del 2008, el FEF presenta seis áreas que deben mejorarse para reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero: (i) el marco de supervisión y la vigilancia supervisora, incluyendo la aplicación de posibles ajustes en el marco de Basilea II, así como el reforzamiento de la gestión del riesgo de liquidez de las entidades de crédito y de sus técnicas para la realización de pruebas de resistencia (*stress testing*); (ii) los fundamentos del modelo bancario basado en «originar para distribuir», en concreto garantizando que se implante una estructura de incentivos adecuada; (iii) los usos y el papel de las calificaciones crediticias, especialmente revisando metodologías y la dependencia excesiva de las calificaciones y contemplando posibles conflictos de intereses; (iv) la transparencia del mercado, presentando más información sobre los productos estructurados y los vehículos fuera de balance y mejorando las metodologías de valoración, en particular en el caso de mercados ilíquidos; (v) la capacidad de respuesta de los supervisores y la regulación ante los riesgos, exigiendo mayor cooperación e intercambio de información a escala nacional e internacional, así como coordinación entre la supervisión de las entidades individuales y la visión más amplia derivada del análisis de estabilidad financiera de los bancos centrales; y, por último (vi) la capacidad de respuesta de las autoridades ante las crisis, lo cual requiere que los bancos centrales revisen sus

marcos operativos, incluyendo un examen de la posibilidad de conseguir mayor coherencia en las políticas sobre activos de garantía admitidos, y que las autoridades refuercen, si procede, sus mecanismos para atender a las entidades en dificultades tanto a nivel interno como transfronterizo.

El BCE respalda firmemente las iniciativas adoptadas por el Consejo ECOFIN y el FEF, en concreto en relación con las áreas clave que han de considerarse, y está contribuyendo a los trabajos correspondientes. En este contexto, el BCE opina que podrían desarrollarse y mejorarse los mecanismos existentes para el intercambio de información entre autoridades, incluyendo entre las autoridades supervisoras y los bancos centrales. En concreto, debe garantizarse una interrelación más eficaz entre el seguimiento y la evaluación de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, llevadas a cabo por los bancos centrales, y la supervisión de las distintas instituciones, realizada por las autoridades supervisoras.

## 5 CONCLUSIÓN

Los importantes cambios que se han producido en los mercados financieros en la última década, el avance de la integración financiera y el surgimiento de grupos bancarios transfronterizos con actividades significativas en diversos países de la UE requieren que se realice un esfuerzo continuo para garantizar un marco regulatorio y de supervisión eficiente, que fomente la integración financiera y no imponga obligaciones regulatorias excesivas a los grupos financieros. Al mismo tiempo, es importante que las autoridades competentes garanticen que los mecanismos de la UE para la prevención y la gestión de la crisis son capaces de salvaguardar la estabilidad financiera de forma efectiva. En este contexto, las decisiones adop-

17 El FEF está integrado por representantes de alto nivel de los Ministerios de Economía, los bancos centrales y las autoridades supervisoras nacionales, así como de instituciones y foros internacionales, a saber: el BPI, el FMI, el BCE, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés), el Comité sobre el Sistema Financiero Mundial (CGFS, en sus siglas en inglés), el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés), el Foro Conjunto y el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (CNIC).

tadas en el ámbito de la UE a finales del 2007, en relación con la revisión del marco Lamfalussy y el fortalecimiento de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE, constituyen avances importantes. Además, la experiencia con las recientes turbulencias de los mercados financieros brinda la oportunidad de perfeccionar los mecanismos de estabilidad financiera en algunas áreas.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

#### **AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 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 <sup>9</sup>
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar





# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años <sup>3)</sup> (porcentaje, fin de período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,9	4,28	4,38
2007 II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,51
III	6,6	10,3	11,5	-	11,0	20,2	4,49	4,38
IV	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,8	4,72	4,38
2008 I	.	.	.	-	.	.	4,48	4,13
2007 Oct	6,4	11,2	12,3	12,0	11,3	19,7	4,69	4,29
Nov	6,3	11,0	12,4	12,0	11,1	19,2	4,64	4,21
Dic	3,7	10,0	11,4	11,7	11,2	21,9	4,85	4,38
2008 Ene	4,3	10,4	11,5	11,4	11,1	21,8	4,48	4,05
Feb	3,7	10,7	11,3	.	10,9	.	4,36	4,06
Mar	.	.	.	.	.	.	4,60	4,13

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

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

### 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 <sup>4)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	-3,2	18,5	-131,3	273,7	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	29,8	55,8	-107,8	233,6	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 II	-2,2	19,0	-68,2	72,8	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	11,3	16,9	-38,1	75,5	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	16,2	12,5	12,1	-43,5	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 I	.	.	.	.	.	112,7	113,1	1,4976
2007 Oct	4,9	8,1	21,7	-55,3	346,6	109,4	110,1	1,4227
Nov	3,5	5,8	11,4	8,3	339,2	111,0	111,7	1,4684
Dic	7,7	-1,4	-21,0	3,5	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 Ene	-16,7	-8,1	-32,2	54,3	374,8	112,0	112,3	1,4718
Feb	.	.	.	.	375,3	111,8	112,0	1,4748
Mar	.	.	.	.	.	114,6	114,8	1,5527

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 14 marzo	2008 21 marzo	2008 28 marzo	2008 4 abril
<b>Oro y derechos en oro</b>	201.192	201.137	201.136	209.735
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	139.148	139.399	140.856	136.677
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	24.434	25.288	34.620	31.658
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	14.843	14.843	14.915	14.759
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	476.464	484.635	484.539	444.566
Operaciones principales de financiación	209.032	201.734	216.130	151.420
Operaciones de financiación a plazo más largo	267.366	267.366	268.377	293.110
Operaciones temporales de ajuste	0	15.000	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	49	498	0	2
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	17	37	32	34
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	33.450	34.236	34.840	34.182
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	107.291	107.287	108.332	109.612
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	38.640	38.640	38.640	38.614
<b>Otros activos</b>	331.648	333.249	335.415	351.552
<b>Total activo</b>	1.367.110	1.378.714	1.393.293	1.371.355

#### 2. Pasivo

	2008 14 marzo	2008 21 marzo	2008 28 marzo	2008 4 abril
<b>Billetes en circulación</b>	658.690	665.749	661.022	662.561
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	229.454	220.598	224.581	195.625
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	228.959	219.593	223.384	194.746
Facilidad de depósito	227	727	962	591
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	268	278	235	288
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	214	216	212	209
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	71.000	80.715	84.815	76.344
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	36.101	36.796	47.603	48.020
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	585	1.517	1.259	1.216
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	19.356	18.802	19.589	17.979
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.311	5.311	5.311	5.148
<b>Otros pasivos</b>	128.134	130.740	130.641	136.608
<b>Cuentas de revalorización</b>	147.666	147.666	147.666	156.231
<b>Capital y reservas</b>	70.599	70.604	70.594	71.414
<b>Total pasivo</b>	1.367.110	1.378.714	1.393.293	1.371.355

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2007 12 Dic	280.565	284	218.500	4,00	4,18	4,21	7
19	377.148	390	348.607	4,00	4,21	4,21	16
28	47.652	118	20.000	4,00	4,20	4,27	7
2008 4 Ene	275.291	269	128.500	4,00	4,18	4,21	5
9	283.354	301	151.500	4,00	4,20	4,22	7
16	242.078	281	190.500	4,00	4,16	4,21	7
23	234.633	276	175.500	4,00	4,16	4,19	7
30	253.268	264	167.500	4,00	4,18	4,20	7
6 Feb	223.805	226	161.500	4,00	4,17	4,20	7
13	223.706	229	187.500	4,00	4,10	4,18	7
20	226.655	262	178.000	4,00	4,10	4,15	7
27	233.242	260	183.000	4,00	4,10	4,15	7
5 Mar	240.542	264	176.500	4,00	4,11	4,14	7
12	260.402	298	209.500	4,00	4,12	4,16	7
19	295.701	336	202.000	4,00	4,16	4,20	7
26	302.534	301	216.000	4,00	4,23	4,28	7
2 Abr	283.699	306	150.000	4,00	4,21	4,25	7
9	247.590	295	130.000	4,00	4,23	4,24	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2007 13 Sep	139.021	140	75.000	-	4,35	4,52	90
27	85.353	159	50.000	-	4,50	4,63	84
1 Nov	87.587	157	50.000	-	4,45	4,53	91
23	147.977	130	60.000	-	4,55	4,61	90
29	132.386	175	50.000	-	4,65	4,70	91
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. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	37.615	30	8.000	4,00	-	-	-	5
11	Captación de depósitos a plazo fijo	23.550	20	21.000	4,00	-	-	-	1
17	Captación de depósitos a plazo fijo	36.610	25	36.610	4,00	-	-	-	2
19	Captación de depósitos a plazo fijo	133.610	52	133.610	4,00	-	-	-	1
20	Captación de depósitos a plazo fijo	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
21	Captación de depósitos a plazo fijo	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Captación de depósitos a plazo fijo	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Captación de depósitos a plazo fijo	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Captación de depósitos a plazo fijo	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Captación de depósitos a plazo fijo	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 Mar	Operaciones temporales	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Operaciones temporales	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operaciones temporales	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1

Fuente: BCE.

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

### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
II	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	
III	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	
2007 Ago	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5	
Sep	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	
Oct <sup>2)</sup>	17.242,4	9.255,8	799,4	2.098,1	1.425,0	3.664,2	
Nov <sup>2)</sup>	17.338,9	9.302,0	804,7	2.096,9	1.489,0	3.646,4	
Dic <sup>2)</sup>	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008 Ene	17.678,5	9.525,5	845,1	2.140,6	1.512,9	3.654,4	

#### 2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 II	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
III	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
2007 11 Dic	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 Ene <sup>3)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 Feb	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 Mar	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 Abr	206,9	.	.	.	.

#### 3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>4)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 I	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
II	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
III	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
2008 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

Fuente: BCE.

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



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 I	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
II	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
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
2007 Oct	1.781,8	800,2	17,8	0,6	781,8	262,3	220,4	2,2	39,8	-	17,9	378,1	15,6	307,6
Nov	1.805,1	814,3	17,8	0,6	795,9	266,9	223,3	2,1	41,6	-	17,6	367,9	15,6	322,8
Dic	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	1.934,2	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	1.954,2	901,3	19,4	0,7	881,2	277,3	233,6	2,2	41,5	-	16,6	400,4	15,3	343,3
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.974,6	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.194,5	4.330,4	172,6	1.733,9
2007 I	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
II	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,5	3.759,6	1.281,6	761,5	1.716,4	96,6	1.273,9	4.888,4	201,7	2.070,9
III	28.476,3	16.172,0	793,0	9.948,6	5.430,4	3.748,7	1.215,1	805,1	1.728,5	95,9	1.257,2	4.878,5	203,1	2.120,9
2007 Oct	29.163,6	16.554,4	944,0	10.027,4	5.583,0	3.833,7	1.214,0	878,2	1.741,4	98,6	1.307,9	4.987,6	216,6	2.164,9
Nov	29.442,5	16.723,6	944,9	10.110,1	5.668,6	3.850,9	1.212,2	892,6	1.746,0	99,2	1.296,4	5.023,4	215,4	2.233,6
Dic	29.397,0	16.887,0	956,1	10.154,1	5.776,9	3.882,8	1.194,2	951,9	1.736,6	93,3	1.311,4	4.874,7	206,8	2.141,0
2008 Ene	30.047,1	17.109,1	961,0	10.295,7	5.852,3	3.974,3	1.219,9	962,3	1.792,1	98,1	1.315,3	5.091,4	206,3	2.252,7
Feb	30.207,3	17.141,2	953,2	10.351,9	5.836,0	4.023,2	1.216,8	981,2	1.825,1	102,7	1.302,6	5.133,4	201,3	2.302,9

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 I	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
II	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
III	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
2007 Oct	1.781,8	661,9	561,6	54,9	22,9	483,8	-	0,1	228,7	51,8	277,7
Nov	1.805,1	665,5	570,0	48,2	24,1	497,7	-	0,1	226,0	53,9	289,6
Dic	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 Ene	1.934,2	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
Feb	1.954,2	674,2	650,5	48,1	23,3	579,0	-	0,1	259,2	58,3	311,9
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.974,6	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,6
2007 I	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
II	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,4	1.551,2	4.451,8	2.723,2
III	28.476,3	-	14.250,3	144,3	8.408,9	5.697,1	778,4	4.577,2	1.589,5	4.525,8	2.755,1
2007 Oct	29.163,6	-	14.624,8	129,4	8.631,1	5.864,2	782,9	4.648,2	1.643,3	4.630,9	2.833,6
Nov	29.442,5	-	14.803,3	151,6	8.692,3	5.959,4	796,2	4.649,5	1.641,0	4.641,2	2.911,3
Dic	29.397,0	-	15.076,7	128,4	8.859,9	6.088,4	754,1	4.643,5	1.678,2	4.529,3	2.715,3
2008 Ene	30.047,1	-	15.182,1	114,2	8.925,7	6.142,1	835,5	4.684,7	1.698,7	4.795,1	2.851,0
Feb	30.207,3	-	15.214,8	137,8	8.939,8	6.137,2	853,1	4.682,7	1.702,8	4.862,0	2.891,9

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

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

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

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro<sup>1)</sup>**

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

**1. Activo**

	Total	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
<b>Saldos vivos</b>											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,9	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	829,9	4.681,8	187,3	1.941,4
2007 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
II	21.413,8	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,6	1.494,9	763,7	880,3	5.242,5	217,1	2.286,1
III	21.691,8	10.760,0	810,8	9.949,2	2.241,7	1.434,4	807,3	857,8	5.247,2	218,7	2.366,4
2007 Oct	22.241,4	10.989,8	961,8	10.028,0	2.314,8	1.434,4	880,4	914,8	5.365,6	232,2	2.424,1
Nov	22.440,7	11.073,4	962,6	10.110,7	2.330,2	1.435,5	894,7	905,5	5.391,3	231,0	2.509,5
Dic	22.300,0	11.128,6	973,9	10.154,7	2.373,2	1.419,3	953,9	906,0	5.248,4	221,9	2.422,0
2008 Ene	22.850,8	11.276,8	980,5	10.296,4	2.414,4	1.450,1	964,3	899,6	5.492,6	221,7	2.545,6
Feb <sup>(p)</sup>	22.988,2	11.325,2	972,7	10.352,6	2.433,9	1.450,4	983,4	878,1	5.533,8	216,6	2.600,5
<b>Operaciones</b>											
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.998,4	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	98,5	802,0	6,4	203,5
2007 I	884,2	254,0	-8,2	262,2	63,0	19,0	44,1	20,8	394,1	0,5	151,8
II	787,7	282,0	-5,4	287,4	84,6	11,0	73,7	16,7	221,8	3,2	179,4
III	378,5	246,3	-5,1	251,4	-15,3	-61,5	46,2	-18,0	84,7	1,6	79,1
2007 Oct	369,7	77,4	-3,2	80,6	46,5	6,7	39,9	48,4	150,0	4,8	42,6
Nov	260,6	88,0	0,9	87,1	14,6	-0,7	15,3	-5,8	80,4	-1,3	84,7
Dic	-135,2	62,7	11,2	51,5	45,4	-13,2	58,6	-3,1	-137,7	-8,8	-93,7
2008 Ene	474,3	95,3	3,6	91,7	20,1	13,1	7,0	10,7	239,2	-1,5	110,5
Feb <sup>(p)</sup>	187,9	53,8	-7,7	61,6	20,9	0,4	20,4	-21,3	86,9	-5,0	52,6

**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 <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,9	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.276,5	4.026,5	2.566,2	15,6
2007 I	20.649,7	588,4	183,8	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
II	21.413,8	604,9	221,0	8.301,6	699,0	2.772,8	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,0
III	21.691,8	610,4	196,0	8.428,0	682,5	2.810,8	1.395,1	4.574,1	3.023,4	-28,6
2007 Oct	22.241,4	613,5	184,3	8.654,0	684,2	2.867,0	1.461,1	4.682,7	3.111,3	-16,7
Nov	22.440,7	618,6	199,8	8.716,4	696,9	2.862,0	1.458,5	4.695,1	3.200,9	-7,5
Dic	22.300,0	638,5	152,3	8.879,0	660,7	2.865,4	1.493,3	4.595,2	3.045,6	-30,1
2008 Ene	22.850,8	623,1	168,8	8.946,7	737,3	2.851,5	1.521,3	4.868,0	3.159,8	-25,8
Feb <sup>(p)</sup>	22.988,2	628,4	185,9	8.963,1	750,4	2.816,2	1.521,1	4.920,2	3.203,8	-1,0
<b>Operaciones</b>										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.998,4	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,2	601,6	253,3	45,3
2007 I	884,2	-4,2	24,8	157,1	53,9	117,6	38,9	292,5	196,7	6,9
II	787,7	16,5	37,2	225,1	30,5	70,5	2,4	230,5	183,4	-8,4
III	378,5	5,5	-25,6	140,5	-17,0	59,0	44,8	152,5	29,9	-11,1
2007 Oct	369,7	3,1	-16,5	76,3	12,1	14,1	43,3	138,4	76,8	22,1
Nov	260,6	5,1	15,5	67,1	11,7	2,9	5,0	52,2	85,9	15,0
Dic	-135,2	19,9	-47,5	162,9	-36,4	4,9	38,4	-91,2	-164,7	-21,5
2008 Ene	474,3	-16,6	13,9	21,7	43,6	1,7	10,0	260,2	128,7	11,1
Feb <sup>(p)</sup>	187,9	5,3	17,1	23,3	12,2	-26,4	2,6	90,8	31,0	31,9

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 monetarias<sup>1)</sup>

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

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

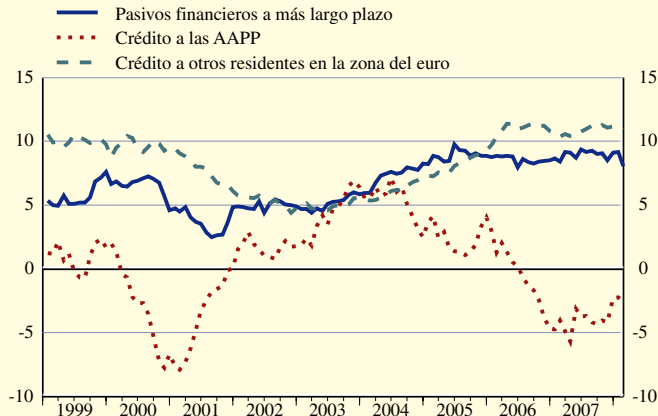
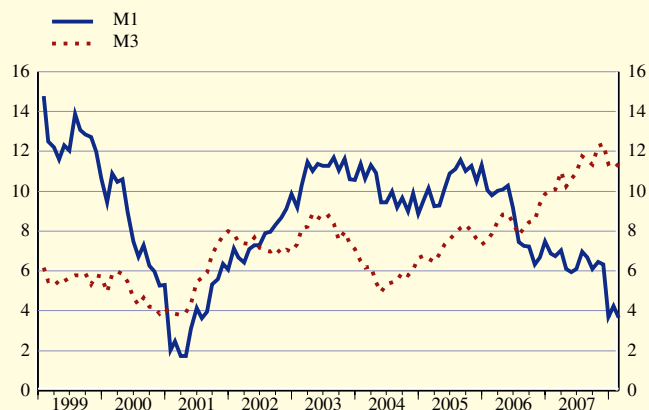
	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
<b>Saldos vivos</b>												
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8	
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,6	7.732,3	-	5.428,6	2.321,2	10.658,6	9.167,4	637,1	
2007 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9	
II	3.785,4	3.170,7	6.956,1	1.227,9	8.184,0	-	5.728,2	2.297,8	11.325,2	9.684,5	727,8	
III	3.821,2	3.316,7	7.138,0	1.261,5	8.399,5	-	5.799,1	2.253,7	11.648,1	9.958,2	668,2	
2007 Oct	3.836,2	3.421,1	7.257,3	1.272,1	8.529,4	-	5.916,4	2.400,9	11.856,8	10.045,4	667,1	
Nov	3.859,2	3.447,7	7.306,9	1.313,9	8.620,8	-	5.905,5	2.389,1	11.918,2	10.106,8	690,8	
Dic	3.814,2	3.506,1	7.320,3	1.310,4	8.630,8	-	5.980,0	2.417,6	12.038,5	10.164,2	634,1	
2008 Ene	3.850,3	3.572,9	7.423,1	1.352,5	8.775,6	-	6.036,6	2.434,7	12.162,3	10.293,4	632,0	
Feb <sup>(p)</sup>	3.848,5	3.638,7	7.487,1	1.332,2	8.819,3	-	6.005,9	2.425,7	12.221,3	10.357,3	611,7	
<b>Operaciones</b>												
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	400,8	94,5	835,5	700,4	0,1	
2006	255,5	309,9	565,4	130,7	696,1	-	426,9	-114,1	1.105,2	896,5	200,5	
2007 I	63,6	105,4	169,0	90,5	259,6	-	150,0	-23,7	298,6	258,8	126,7	
II	38,0	108,0	146,0	31,6	177,6	-	123,9	-0,2	355,2	255,6	-27,6	
III	39,1	151,3	190,3	40,1	230,4	-	87,1	-45,0	345,5	289,1	-60,8	
2007 Oct	16,3	73,5	89,8	19,6	109,3	-	50,0	-0,7	168,3	89,1	0,7	
Nov	24,1	28,8	52,9	41,2	94,1	-	5,6	-13,6	70,4	65,8	38,6	
Dic	-45,3	58,6	13,3	-3,7	9,6	-	80,3	31,6	123,6	64,9	-60,0	
2008 Ene	23,6	35,9	59,5	20,0	79,4	-	39,2	-3,7	87,6	79,3	5,4	
Feb <sup>(p)</sup>	1,8	67,9	69,7	-20,7	49,1	-	-18,1	-8,9	65,9	69,3	-13,1	
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1	
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,3	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,5	
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,4	9,1	-4,9	10,9	10,6	339,6	
Jun	6,1	13,9	9,5	19,8	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	269,4	
Sep	6,1	15,4	10,2	18,0	11,3	11,7	9,0	-4,3	11,7	11,0	203,1	
2007 Oct	6,4	17,0	11,2	19,0	12,3	12,0	9,1	-4,0	12,4	11,3	187,0	
Nov	6,3	16,7	11,0	20,8	12,4	12,0	8,5	-4,2	12,2	11,1	147,6	
Dic	3,7	17,7	10,0	19,9	11,4	11,7	9,1	-2,3	12,8	11,2	17,6	
2008 Ene	4,3	17,9	10,4	18,2	11,5	11,4	9,2	-2,2	12,7	11,1	20,8	
Feb <sup>(p)</sup>	3,7	19,4	10,7	14,6	11,3	.	8,0	-2,5	12,5	10,9	-24,7	

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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



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

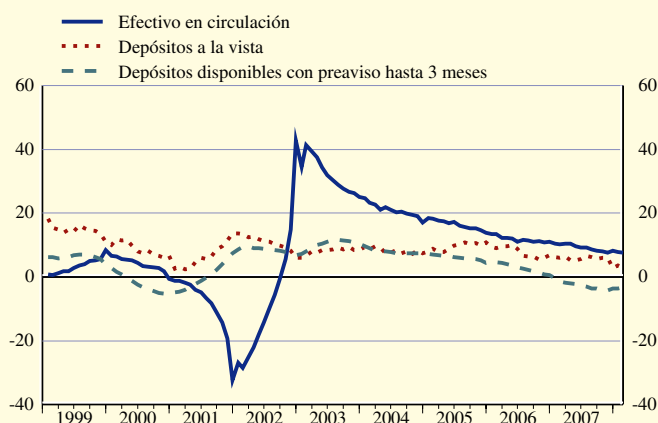
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	236,4	636,8	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,5	1.401,7	1.551,4	263,0	641,0	198,7	2.396,1	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	281,2	669,1	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
II	599,2	3.186,3	1.645,2	1.525,5	290,6	694,9	242,4	2.522,4	109,4	1.748,6	1.347,7
III	610,6	3.210,6	1.808,2	1.508,5	295,6	683,7	282,2	2.528,7	113,0	1.769,6	1.387,9
2007 Oct	617,8	3.218,4	1.883,7	1.537,4	286,5	687,1	298,6	2.558,8	120,6	1.780,6	1.456,5
Nov	618,8	3.240,4	1.914,3	1.533,4	301,9	698,8	313,2	2.542,2	120,5	1.780,9	1.461,9
Dic	626,9	3.187,3	1.971,5	1.534,6	299,4	693,3	317,7	2.555,0	119,9	1.812,4	1.492,8
2008 Ene	629,8	3.220,4	2.038,4	1.534,4	309,2	745,0	298,3	2.573,7	123,2	1.817,2	1.522,5
Feb <sup>(p)</sup>	634,6	3.213,9	2.105,3	1.533,4	306,5	757,5	268,2	2.553,8	121,8	1.810,3	1.520,0
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-9,0	1,1	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	27,4	33,2	70,1	216,2	15,5	137,8	57,4
2007 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	18,3	30,4	41,9	68,4	4,6	40,4	36,6
II	7,0	30,9	118,5	-10,5	8,0	23,6	0,0	62,9	1,7	52,9	6,5
III	11,5	27,6	168,1	-16,8	8,3	-11,6	43,4	23,6	3,6	23,2	36,7
2007 Oct	7,2	9,1	83,9	-10,4	-9,2	13,7	15,0	-10,5	0,8	13,7	46,0
Nov	1,0	23,1	32,7	-3,9	15,5	10,7	15,0	-9,1	-0,1	1,7	13,0
Dic	8,1	-53,4	57,5	1,1	-2,5	-5,7	4,5	14,4	-0,7	32,0	34,5
2008 Ene	1,6	22,0	41,8	-6,0	9,8	18,4	-8,1	23,0	2,0	2,5	11,7
Feb <sup>(p)</sup>	4,7	-2,9	68,8	-0,9	-2,7	11,8	-29,7	-11,3	-1,4	-5,7	0,4
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-3,7	0,2	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	11,7	5,4	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,5	12,1	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	15,1	14,1	48,9	11,0	17,6	9,6	5,4
Sep	8,2	5,7	38,2	-3,6	11,6	9,8	55,6	10,0	15,1	9,0	6,8
2007 Oct	8,1	6,1	41,8	-4,2	12,7	11,4	50,8	8,6	13,8	8,9	9,6
Nov	7,7	6,1	40,4	-4,1	16,2	10,9	58,3	7,1	11,5	8,4	10,8
Dic	8,2	2,8	41,4	-3,6	14,7	9,6	60,3	6,3	9,7	9,9	13,3
2008 Ene	7,8	3,6	41,1	-3,6	17,1	11,0	40,4	6,4	9,2	9,5	13,9
Feb <sup>(p)</sup>	7,6	2,9	43,1	-3,2	17,5	10,9	20,6	4,7	6,3	8,8	13,3

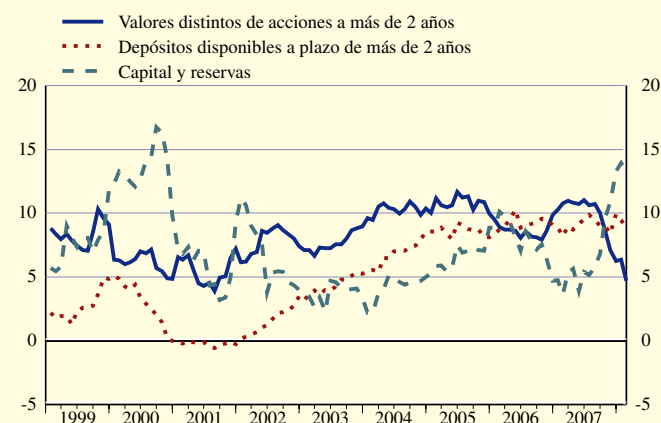
#### C3 Componentes de los agregados monetarios<sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1),2)</sup>

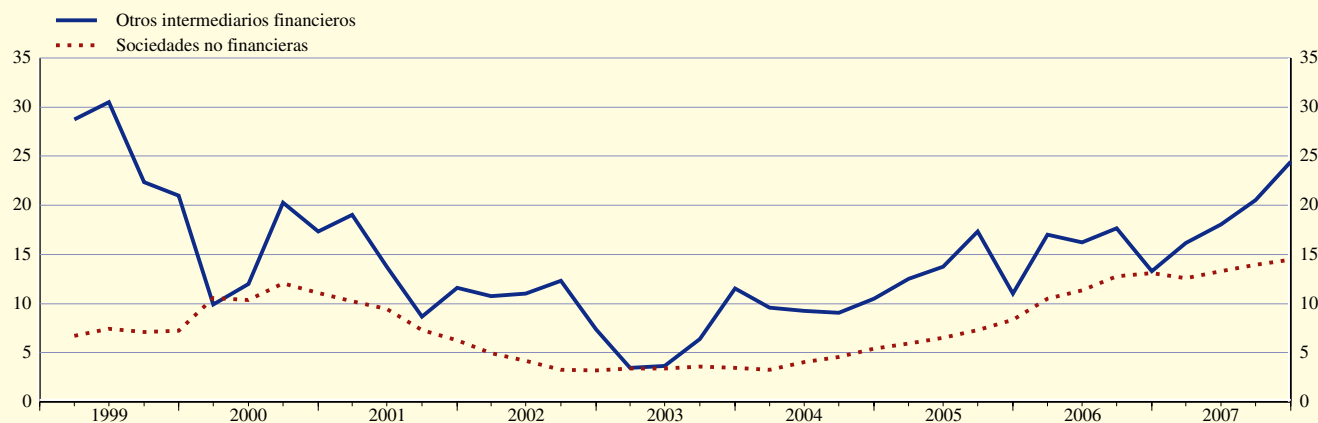
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>4)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Saldos vivos</b>								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 I	98,5	71,7	775,5	488,6	3.956,3	1.172,1	737,8	2.046,4
II	110,5	83,5	803,2	502,3	4.106,8	1.223,3	776,1	2.107,5
III	112,0	87,7	853,8	534,2	4.230,6	1.248,1	814,1	2.168,4
2007 Oct	115,5	90,3	868,0	528,9	4.271,7	1.246,6	830,8	2.194,3
Nov	108,8	83,3	876,4	532,0	4.325,5	1.266,0	842,2	2.217,4
Dic	95,9	70,2	862,9	521,9	4.387,4	1.276,5	857,7	2.253,2
2008 Ene	101,7	75,9	897,4	555,0	4.461,2	1.296,4	877,7	2.287,1
Feb <sup>(p)</sup>	102,7	76,9	899,4	556,1	4.497,4	1.308,2	887,2	2.302,0
<b>Operaciones</b>								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 I	15,8	16,6	72,1	67,9	105,1	31,2	28,6	45,3
II	12,0	11,8	29,0	13,9	161,0	57,8	40,0	63,2
III	1,7	4,4	56,5	36,3	129,3	25,7	39,6	64,0
2007 Oct	3,6	2,6	15,9	-4,2	39,5	-0,7	16,3	23,8
Nov	-6,6	-6,9	10,7	5,0	56,1	19,6	12,5	24,0
Dic	-12,9	-13,1	-12,4	-9,7	64,8	11,4	17,5	35,9
2008 Ene	5,8	5,7	31,5	30,5	45,8	12,7	14,1	19,1
Feb <sup>(p)</sup>	1,1	1,0	3,8	2,5	38,6	12,9	10,7	15,1
<b>Tasas de crecimiento</b>								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Mar	20,4	26,1	16,1	19,6	12,6	9,9	18,6	12,1
Jun	30,7	40,6	18,0	20,4	13,3	11,1	19,9	12,2
Sep	25,6	40,0	20,5	23,0	14,0	12,6	20,3	12,5
2007 Oct	30,2	46,4	23,2	22,7	13,9	11,5	20,9	12,8
Nov	14,9	22,9	23,8	23,9	14,0	11,5	21,1	12,8
Dic	16,3	27,8	24,5	25,9	14,5	12,7	21,8	12,8
2008 Ene	2,3	5,6	25,9	27,4	14,5	12,4	22,6	12,8
Feb <sup>(p)</sup>	6,4	10,1	22,7	22,3	14,8	13,1	22,6	12,9

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1), 2)</sup>

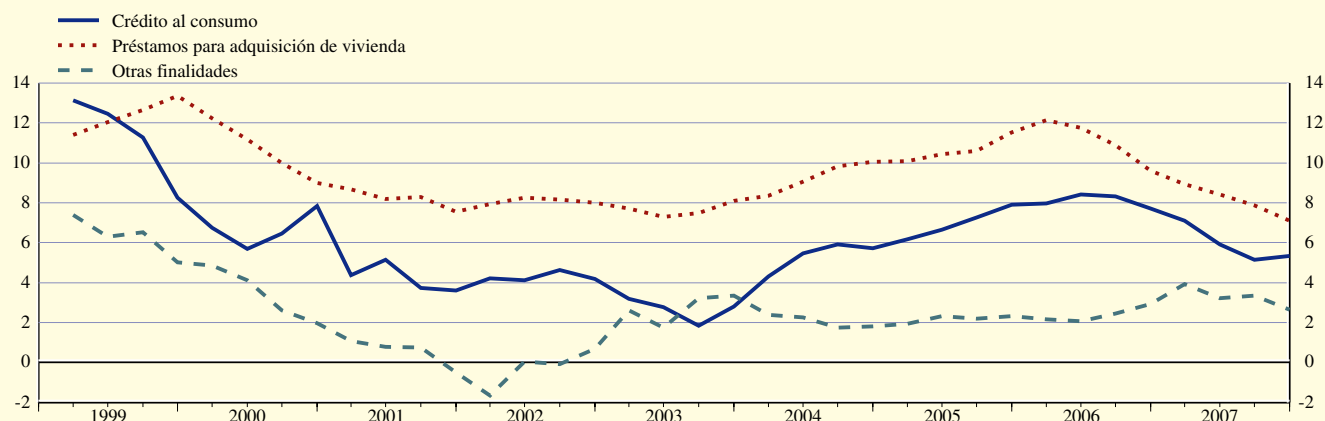
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	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 I	4.610,7	590,1	132,0	202,4	255,7	3.272,1	16,1	71,9	3.184,1	748,5	147,5	102,5	498,5
II	4.692,1	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,1	150,3	103,8	499,0
III	4.752,3	607,3	134,1	203,1	270,1	3.392,3	16,1	73,4	3.302,9	752,7	146,6	104,2	501,9
2007 Oct	4.772,2	613,2	136,0	203,9	273,2	3.407,2	16,0	73,7	3.317,5	751,8	145,4	104,2	502,2
Nov	4.799,4	613,7	132,9	205,1	275,8	3.427,7	15,9	73,6	3.338,2	757,9	150,1	104,6	503,2
Dic	4.807,9	617,9	136,2	205,4	276,3	3.436,8	16,0	73,7	3.347,1	753,3	147,4	103,8	502,1
2008 Ene	4.835,4	619,5	135,2	206,0	278,2	3.457,2	16,0	73,6	3.367,5	758,7	146,6	104,5	507,5
Feb <sup>(p)</sup>	4.852,4	618,4	133,8	203,1	281,4	3.473,0	15,9	73,4	3.383,7	760,9	145,2	105,4	510,3
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 I	69,2	2,1	-3,2	-0,7	5,9	58,7	0,6	0,2	58,0	8,4	0,7	0,7	7,1
II	85,3	13,6	3,1	2,5	8,0	65,9	0,3	0,8	64,8	5,8	2,9	1,9	1,1
III	64,0	4,8	-0,5	-1,4	6,7	57,3	0,1	0,8	56,4	1,9	-3,4	0,9	4,5
2007 Oct	21,7	5,7	2,0	0,9	2,8	15,8	-0,1	0,3	15,6	0,1	-1,1	0,3	0,9
Nov	27,0	-0,2	-3,1	0,9	2,1	20,7	0,0	0,0	20,7	6,5	4,8	0,5	1,2
Dic	12,0	5,3	3,7	0,8	0,9	10,0	0,2	0,1	9,7	-3,3	-2,7	0,0	-0,6
2008 Ene	8,7	-1,6	-1,6	-0,7	0,8	11,2	-0,1	-0,2	11,6	-1,0	-1,9	-0,2	1,0
Feb <sup>(p)</sup>	18,1	-1,3	-1,3	-2,8	2,9	16,2	-0,1	-0,2	16,5	3,1	-1,3	0,9	3,5
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 Mar	7,9	7,1	5,7	1,5	12,8	8,9	13,6	6,4	9,0	3,9	1,6	4,1	4,6
Jun	7,2	5,9	4,4	0,6	11,3	8,4	11,0	4,6	8,5	3,2	0,5	5,3	3,6
Sep	6,8	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,9	7,1	4,4	8,0	3,4	1,0	5,3	3,7
2007 Oct	6,8	5,6	4,2	0,0	11,0	7,9	9,0	4,4	7,9	3,2	0,7	5,1	3,5
Nov	6,5	5,1	1,6	0,0	11,2	7,6	6,8	4,6	7,7	3,1	1,3	4,7	3,3
Dic	6,2	5,3	1,5	1,5	10,6	7,1	6,7	3,0	7,2	2,6	0,9	4,1	2,9
2008 Ene	6,0	5,3	0,7	1,7	10,7	6,9	7,8	2,2	7,0	2,5	0,4	4,7	2,7
Feb <sup>(p)</sup>	5,8	5,3	1,3	0,6	11,2	6,7	5,2	1,8	6,8	2,6	-0,8	5,7	3,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>(1,2)</sup>

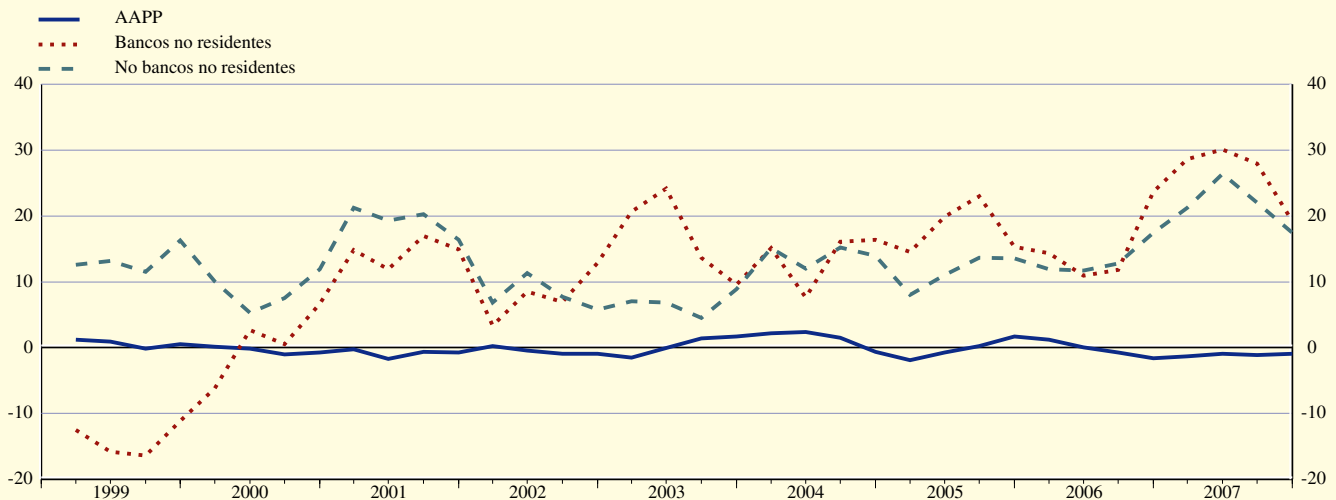
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
II	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
III	793,0	91,8	213,9	446,0	41,4	3.301,6	2.353,2	948,5	61,3	887,2
IV <sup>(p)</sup>	956,1	213,0	217,6	485,0	40,5	3.295,8	2.349,7	946,1	60,3	885,8
<b>Operaciones</b>										
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	129,6	-0,1	129,6
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-2,7	53,4
II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,8	53,9
III	-5,1	-3,8	-5,0	-0,2	3,8	76,1	56,5	19,6	1,2	18,3
IV <sup>(p)</sup>	9,0	7,6	3,8	-1,4	-0,9	58,6	36,3	22,4	0,3	22,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 Mar	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-0,9	23,2
Jun	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-5,2	29,4
Sep	-1,2	-8,8	-6,3	1,9	16,0	26,2	28,0	22,0	-2,0	24,1
Dic <sup>(p)</sup>	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,2	17,4	1,2	18,7

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1),2)</sup>

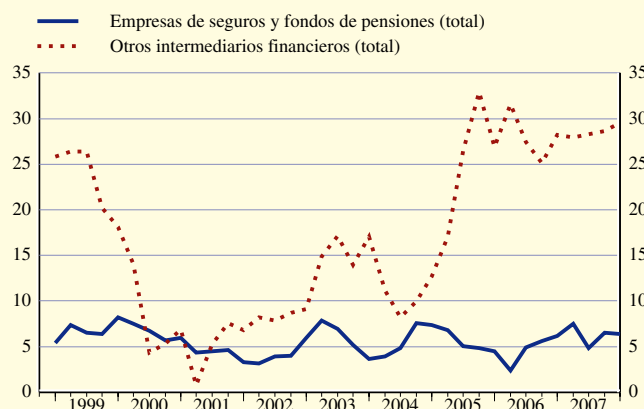
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
II	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,1	288,2	571,7	11,5	0,2	154,6
III	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.391,8	331,7	305,9	580,9	13,0	0,8	159,5
2007 Oct	695,9	73,7	73,9	524,6	0,8	1,1	21,8	1.430,8	323,4	339,6	599,9	12,4	0,8	154,6
Nov	691,7	69,0	76,6	524,6	0,8	1,1	19,6	1.451,8	339,7	327,9	607,1	11,7	0,9	164,4
Dic	688,0	71,1	68,9	525,3	0,8	1,1	20,9	1.468,1	308,8	348,4	653,1	12,2	0,3	145,4
2008 Ene	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.502,0	329,0	345,2	651,8	12,9	0,3	162,8
Feb <sup>4)</sup>	707,7	72,8	76,4	530,7	1,6	1,6	24,7	1.499,8	311,8	367,4	643,9	11,9	0,3	164,5
<b>Operaciones</b>														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
II	-2,8	-7,7	-0,3	9,2	-0,2	0,0	-3,7	82,8	3,0	21,0	56,5	0,1	0,0	2,2
III	22,9	3,0	5,1	13,1	0,0	-0,1	1,8	50,0	12,0	19,8	7,9	1,6	0,6	8,2
2007 Oct	19,4	5,9	11,1	1,6	0,0	0,0	0,8	41,4	-7,7	34,5	19,9	-0,5	0,0	-4,8
Nov	-2,9	-4,6	2,5	1,4	0,0	0,0	-2,2	20,7	17,0	-12,8	7,2	-0,7	0,0	9,9
Dic	-3,7	2,1	-7,7	0,7	0,0	0,0	1,3	16,9	-30,9	20,6	46,3	0,5	-0,5	-19,0
2008 Ene	23,8	12,2	5,9	1,2	0,1	0,0	4,4	31,0	18,3	-3,8	-1,1	0,5	-0,1	17,2
Feb <sup>4)</sup>	-6,8	-10,8	0,2	4,1	0,1	0,2	-0,5	2,4	-14,6	23,0	-6,9	-0,9	0,0	1,8
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Mar	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
Jun	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
Sep	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,6	20,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
2007 Oct	9,5	11,5	53,5	6,9	-19,8	-	-22,0	32,3	23,2	43,7	37,0	23,1	-	15,1
Nov	9,3	8,2	51,7	7,3	-18,8	-	-28,0	30,2	23,8	35,2	34,5	9,0	-	21,2
Dic	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	29,6	10,2	39,6	39,2	15,9	-	17,7
2008 Ene	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,4	7,8	41,2	37,4	24,1	-	20,5
Feb <sup>4)</sup>	7,9	4,3	29,0	6,3	-21,4	-	2,1	28,5	5,3	50,3	34,5	16,6	-	20,1

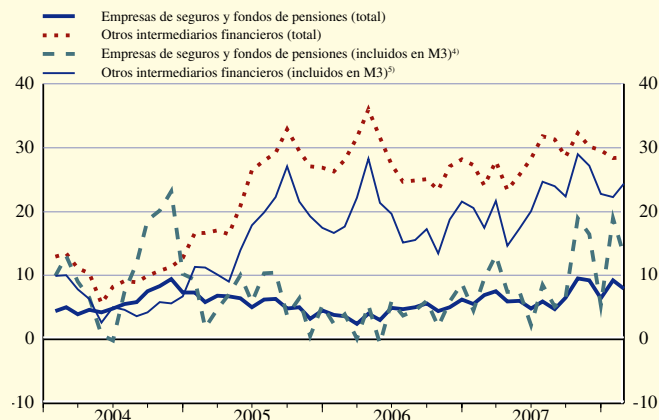
### C8 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>(1,2)</sup>

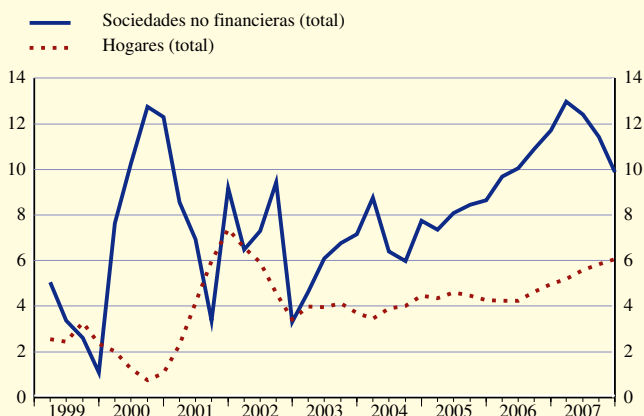
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
<b>Saldos vivos</b>														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 I	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
II	1.386,0	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
III	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,3	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
2007 Oct	1.415,3	836,7	460,1	63,8	29,0	1,4	24,2	4.855,0	1.730,3	927,5	559,5	1.442,3	109,0	86,3
Nov	1.429,6	850,9	460,5	61,3	31,3	1,4	24,2	4.876,4	1.734,2	953,9	556,3	1.434,7	110,0	87,3
Dic	1.468,8	881,0	474,3	59,2	29,1	1,4	23,7	4.988,9	1.777,7	994,6	560,7	1.457,7	111,1	87,1
2008 Ene	1.425,9	840,7	471,5	60,6	29,4	1,6	22,2	5.044,8	1.763,0	1.057,3	558,5	1.462,4	112,0	91,6
Feb <sup>(p)</sup>	1.439,1	833,2	492,5	60,0	28,6	1,5	23,3	5.052,2	1.748,8	1.081,4	553,5	1.461,6	111,1	95,9
<b>Operaciones</b>														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 I	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
II	38,1	29,2	13,6	-0,6	-3,4	0,0	-0,6	89,5	58,5	58,0	-15,9	-13,1	0,8	1,4
III	23,3	-15,6	48,0	-2,6	-4,4	0,1	-2,0	29,5	-31,1	85,3	-11,6	-21,0	1,7	6,3
2007 Oct	10,9	-7,4	20,7	-0,3	-1,9	-0,1	-0,2	2,6	-23,9	40,4	-4,5	-12,9	1,1	2,4
Nov	17,6	14,4	3,4	-2,4	2,3	0,0	0,0	21,7	4,0	26,7	-3,4	-7,5	1,0	1,0
Dic	39,3	29,9	13,9	-1,8	-2,2	0,0	-0,5	112,3	43,3	40,8	4,5	22,8	1,1	-0,2
2008 Ene	-53,3	-42,6	-8,8	0,9	-1,3	0,0	-1,5	26,2	-21,3	45,6	-4,1	1,4	0,0	4,6
Feb <sup>(p)</sup>	14,6	-6,8	21,6	-0,5	-0,8	-0,1	1,1	8,1	-14,0	24,5	-5,0	-0,8	-0,8	4,2
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Mar	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
Jun	12,4	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
Sep	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
2007 Oct	11,5	7,4	31,2	-9,2	-30,7	-31,9	-3,0	5,8	1,8	46,6	-7,4	-4,1	14,6	29,1
Nov	11,6	6,7	32,7	-11,7	-24,4	-31,8	1,8	6,0	1,8	47,1	-7,5	-4,0	12,5	27,5
Dic	9,9	3,6	34,7	-12,2	-26,9	-31,6	-4,5	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Ene	9,6	4,3	31,3	-11,0	-27,6	-34,7	-10,8	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
Feb <sup>(p)</sup>	10,5	3,2	36,7	-11,1	-26,9	-37,4	-11,4	6,9	1,5	47,7	-7,4	-2,8	6,2	27,9

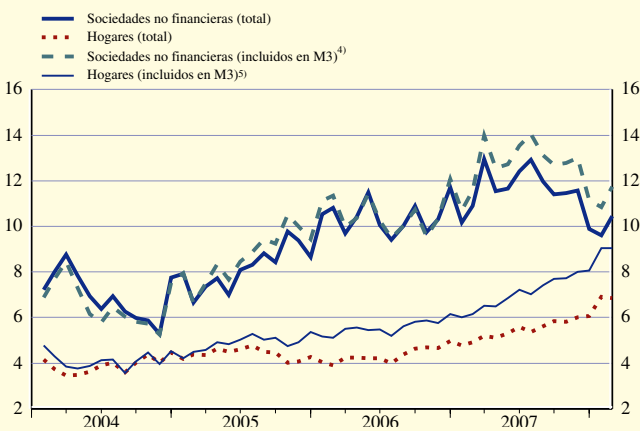
### C10 Depósitos totales por sector<sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

### 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1), 2)</sup>

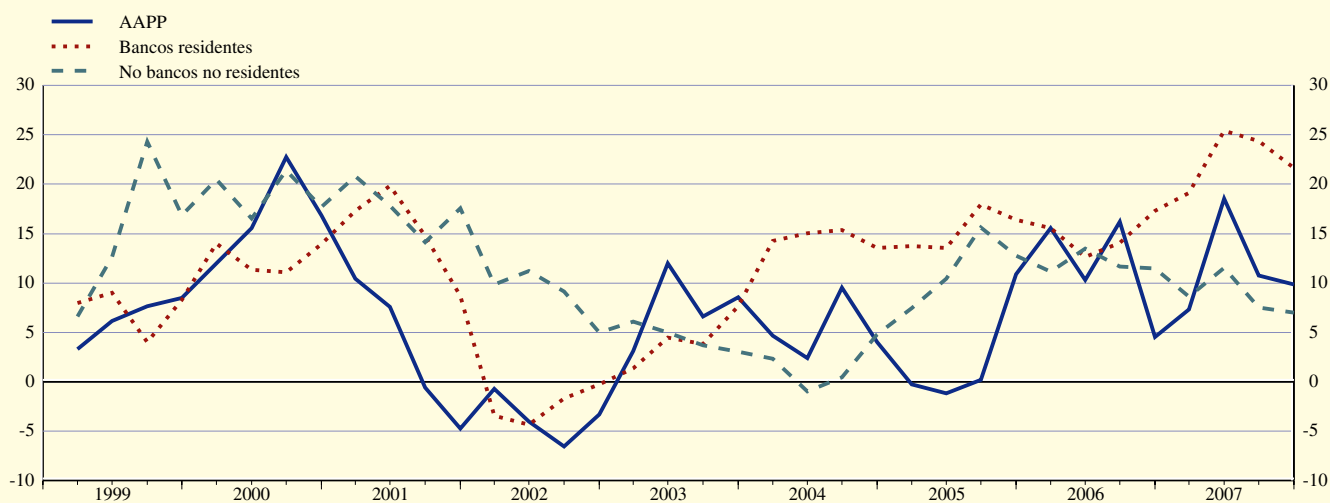
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					Total	No residentes en la zona del euro			
	Total	Administración Central	Otras AAPP				Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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 I	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
III	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.875,5	2.962,0	913,6	145,9	767,6
IV <sup>(p)</sup>	374,5	128,4	58,5	107,7	79,9	3.852,2	2.964,2	888,0	141,5	746,5
<b>Operaciones</b>										
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 I	7,8	14,1	-3,3	-2,3	-0,7	256,6	237,2	19,4	4,2	15,2
II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,7	35,9
III	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	128,5	119,2	9,4	10,8	-1,4
IV <sup>(p)</sup>	-10,4	-20,6	-1,4	3,7	7,9	47,9	57,1	-9,3	-2,5	-6,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,2	38,6	16,4	19,2	8,6	5,8	9,1
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	24,4	7,5	13,2	6,5
Dic <sup>(p)</sup>	9,9	-1,3	29,0	10,7	16,4	17,9	21,6	7,0	14,2	5,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

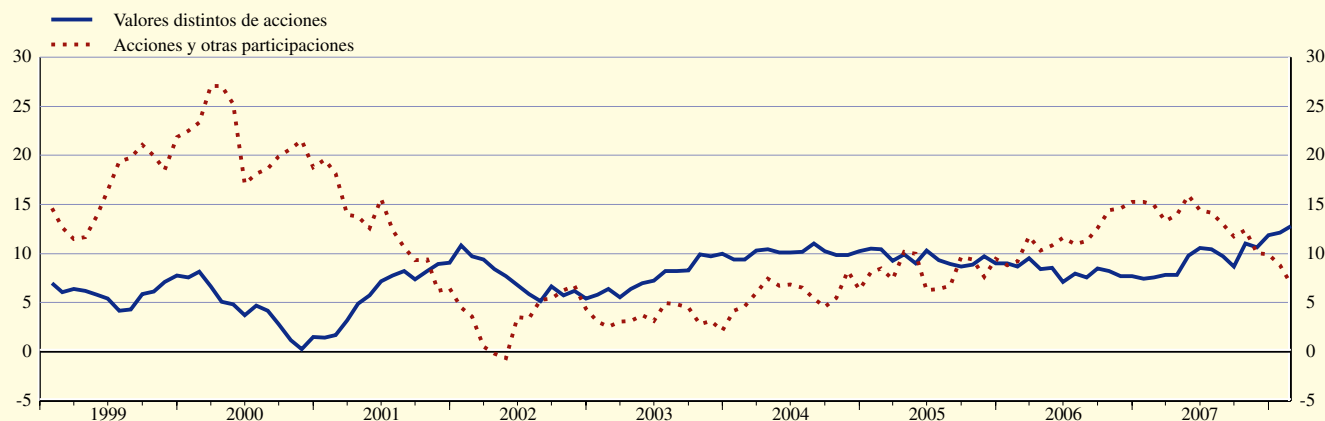
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1), 2)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 I	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
II	5.010,7	1.637,5	79,0	1.266,0	15,6	727,4	34,1	1.251,1	1.623,3	406,8	867,1	349,4
III	4.973,8	1.646,4	82,1	1.200,4	14,7	769,4	35,7	1.225,2	1.607,5	412,5	844,6	350,3
2007 Oct	5.092,9	1.656,0	85,5	1.199,3	14,7	839,5	38,7	1.259,2	1.655,7	406,5	901,4	347,8
Nov	5.126,8	1.664,1	81,9	1.197,7	14,5	858,6	34,1	1.276,0	1.644,0	404,0	892,4	347,6
Dic	5.116,9	1.652,7	83,9	1.177,6	16,6	918,5	33,4	1.234,1	1.654,8	418,3	893,1	343,4
2008 Ene	5.252,7	1.698,3	93,7	1.202,4	17,6	925,5	36,9	1.278,4	1.647,0	427,4	887,9	331,7
Feb <sup>(p)</sup>	5.316,7	1.730,2	94,9	1.201,1	15,8	947,7	33,5	1.293,5	1.630,2	436,5	866,1	327,6
<b>Operaciones</b>												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	189,6	55,5	5,2	2,7	-0,8	36,9	7,6	82,6	78,5	20,6	20,7	37,2
II	172,3	26,5	2,4	-0,1	0,3	73,4	0,2	69,6	35,2	5,5	16,6	13,2
III	-6,1	6,4	5,7	-66,0	-0,4	43,2	3,0	2,0	-8,6	7,6	-18,0	1,8
2007 Oct	148,0	50,6	4,3	6,0	0,2	36,3	3,5	47,1	40,9	-5,4	48,4	-2,1
Nov	49,3	7,7	-2,1	-3,1	0,0	19,4	-4,0	31,5	-4,1	-2,0	-5,8	3,7
Dic	-0,9	-10,6	2,6	-18,2	2,3	59,5	-0,7	-35,7	6,4	13,0	-3,0	-3,5
2008 Ene	101,4	29,4	7,3	13,7	0,7	3,7	3,3	43,4	21,1	9,3	10,7	1,1
Feb <sup>(p)</sup>	81,8	30,9	2,8	-1,5	-1,5	22,8	-2,6	31,0	-14,8	8,9	-21,6	-2,1
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
Jun	10,6	8,6	26,0	-8,8	-7,0	28,1	43,4	29,4	14,4	17,7	7,5	31,0
Sep	8,7	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,4	49,2	21,1	11,8	19,2	3,9	25,3
2007 Oct	11,0	8,8	32,7	-8,7	-3,5	34,6	55,9	23,3	12,4	17,6	7,7	19,7
Nov	10,6	8,2	25,6	-9,0	-5,8	36,1	42,6	22,2	10,0	7,8	6,4	23,6
Dic	11,9	8,7	25,5	-6,2	10,7	43,1	33,6	17,9	9,9	10,4	7,2	17,0
2008 Ene	12,1	8,9	32,6	-6,3	20,0	44,0	32,3	18,0	8,8	10,7	6,8	12,1
Feb <sup>(p)</sup>	12,8	10,2	28,5	-6,2	9,3	44,9	14,1	18,7	6,9	10,2	5,5	6,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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



## 2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM<sup>(1,2)</sup>

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 I	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
II	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,4	0,0	-0,5	-0,8
III	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
2007 Oct	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2
Nov	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
Dic	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,7	-1,3	-0,1	-0,8	-0,5
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 <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 I	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
II	-3,0	-0,4	-1,4	-1,2	-1,2	0,0	-1,2
III	-1,8	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1
2007 Oct	-0,8	0,0	-0,5	-0,3	-0,9	-0,9	0,0
Nov	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Dic	-3,4	-0,8	-1,9	-0,8	-2,7	-2,4	-0,3
2008 Ene	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
Feb <sup>(p)</sup>	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 I	-4,2	-1,5	-0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,1	-2,1	7,4	0,7	6,7	0,0
II	-4,0	-0,7	0,0	-3,8	-0,1	0,0	-0,1	0,6	12,7	1,7	6,8	4,2
III	-1,6	1,0	0,1	1,0	-0,1	-1,0	-0,2	-2,6	-5,8	-1,7	-3,3	-0,8
2007 Oct	-3,3	0,6	0,0	-4,3	0,0	-0,4	0,0	0,8	6,0	0,4	2,9	2,6
Nov	-1,4	-0,6	0,0	1,5	0,0	-0,3	-0,1	-1,8	-7,6	-0,4	-3,2	-3,9
Dic	-4,7	-1,1	0,0	-1,9	0,0	0,5	-0,1	-2,1	4,4	2,0	3,0	-0,6
2008 Ene	-7,0	-3,3	0,0	3,2	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-17,2	-2,1	-9,7	-5,4
Feb <sup>(p)</sup>	-3,5	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-0,3	-3,1	-2,0	0,2	-0,2	-2,0

Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1) 2)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
III	5.697,1	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.553,2	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
IV <sup>4)</sup>	6.088,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8.988,3	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
III	2.962,0	46,1	53,9	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
IV <sup>4)</sup>	2.964,2	46,8	53,2	33,3	2,8	2,5	11,5	888,0	50,1	49,9	32,8	1,6	1,6	10,1

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
III	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
IV <sup>4)</sup>	4.946,3	81,4	18,6	9,3	1,6	1,8	3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

**2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1) 2)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
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 I	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II	5.264,5	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
III	5.430,4	-	-	-	-	-	10.741,6	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
IV <sup>(p)</sup>	5.776,9	-	-	-	-	-	11.110,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,5	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III	2.353,2	48,8	51,2	28,4	2,1	2,5	12,9	948,5	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
IV <sup>(p)</sup>	2.349,7	48,1	51,9	28,9	2,3	2,4	12,7	946,1	40,5	59,5	41,5	1,2	3,7	8,5

**4. Valores distintos de acciones**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
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 I	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II	1.716,4	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.043,1	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III	1.728,5	95,3	4,7	2,4	0,3	0,2	1,5	2.020,2	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
IV <sup>(p)</sup>	1.736,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.146,1	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
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 I	545,5	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,2	38,1	61,9	36,9	4,4	0,6	14,8
II	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,1	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III	574,3	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,9	35,4	64,6	38,9	4,1	0,7	14,5
IV <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7

Fuente: BCE.

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

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>(p)</sup>	5.779,8	353,0	1.994,4	183,8	1.810,6	2.073,7	783,3	190,7	384,7

### 2. Pasivo

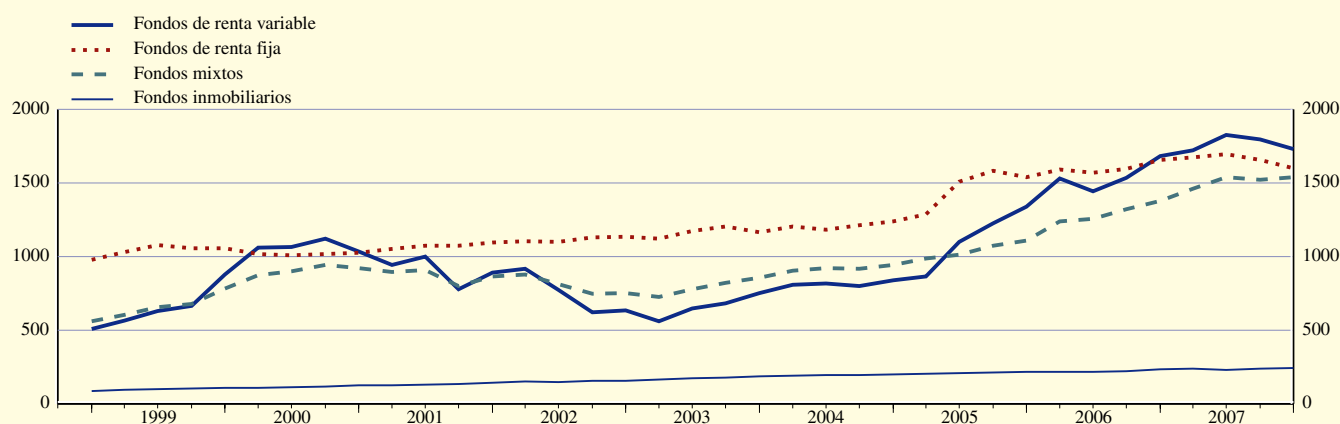
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2006 III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.713,3	82,2	5.349,3	281,8
II	5.989,1	85,9	5.586,6	316,6
III	5.892,3	80,1	5.495,5	316,7
IV <sup>(p)</sup>	5.779,8	78,2	5.409,4	292,2

### 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 <sup>(p)</sup>	5.779,8	1.732,0	1.598,1	1.537,2	244,0	668,6	4.344,1	1.435,7

## C14 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondos de renta variable</b>									
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 <sup>(p)</sup>	1.732,0	57,7	71,7	26,5	45,2	1.461,4	79,2	-	61,8
<b>Fondos de renta fija</b>									
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 <sup>(p)</sup>	1.598,1	116,1	1.274,3	92,8	1.181,6	58,1	49,8	-	99,8
<b>Fondos mixtos</b>									
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 <sup>(p)</sup>	1.537,2	89,9	546,9	47,0	499,9	394,8	343,3	0,8	161,5
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
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 <sup>(p)</sup>	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
<b>Fondos abiertos al público</b>							
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 <sup>(p)</sup>	4.344,1	279,7	1.337,8	1.714,9	569,1	150,7	291,9
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
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 <sup>(p)</sup>	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
<b>2007 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						496,8
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-24,7
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.015,7	106,6	646,7	50,7	211,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	27,0	6,4	13,9	3,4	3,3	
Consumo de capital fijo	318,6	86,9	179,2	11,2	41,4	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	609,5	292,0	289,4	28,6	-0,6	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,1
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	776,9	50,9	284,2	378,1	63,7	127,8
Intereses	471,5	48,5	78,2	281,2	63,6	80,3
Otra renta de la propiedad	305,3	2,4	206,1	96,9	0,0	47,5
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.880,9	1.499,6	117,6	55,2	208,5	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	265,7	199,0	55,5	10,9	0,3	2,0
Cotizaciones sociales	386,5	386,5				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	390,7	1,3	15,3	23,4	350,6	0,7
Otras transferencias corrientes	176,8	68,4	22,8	45,0	40,7	7,8
Primas netas de seguros no vida	43,0	32,7	8,8	0,9	0,7	1,0
Indemnizaciones de seguros no vida	42,9			42,9		0,7
Otras	90,9	35,7	14,0	1,2	40,0	6,0
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.858,1	1.318,4	50,7	58,4	430,6	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.686,3	1.262,8			423,5	
Gasto en consumo individual	1.520,7	1.262,8			257,9	
Gasto en consumo colectivo	165,6				165,6	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,3	0,0	2,1	14,3	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	171,8	71,9	48,6	44,1	7,1	-0,9
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	489,6	162,1	260,6	11,1	55,7	
Formación bruta de capital fijo	478,4	159,9	252,1	10,8	55,6	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11,1	2,2	8,6	0,3	0,2	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,5	0,1	0,4	0,1	0,0	-0,5
Transferencias de capital	33,2	8,9	1,5	1,9	20,8	4,6
Impuestos sobre el capital	5,9	5,6	0,3	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	27,3	3,3	1,3	1,9	20,8	4,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	2,6	-3,4	-19,4	43,1	-17,6	-2,6
Discrepancia estadística	0,0	10,2	-10,2	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

**3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)**  
(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios <i>Balanza comercial</i>						472,1
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.970,8	491,9	1.129,2	93,9	255,8	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	229,7					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.200,5					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	609,5	292,0	289,4	28,6	-0,6	
Remuneración de los asalariados	1.016,6	1.016,6				3,2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	255,8				255,8	1,0
Renta de la propiedad	775,9	241,8	112,4	404,6	17,0	128,8
Intereses	464,2	73,5	42,9	341,4	6,3	87,6
Otra renta de la propiedad	311,7	168,3	69,5	63,2	10,7	41,1
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.880,9	1.499,6	117,6	55,2	208,5	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	267,0				267,0	0,7
Cotizaciones sociales	386,5	1,0	16,6	38,5	330,4	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	388,5	388,5				2,9
Otras transferencias corrientes	155,0	84,6	10,2	44,1	16,2	29,6
Primas netas de seguros no vida	42,9			42,9		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	42,4	34,0	7,3	0,9	0,3	1,2
Otras	69,7	50,5	2,9	0,4	15,9	27,2
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.858,1	1.318,4	50,7	58,4	430,6	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,4	16,4				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	171,8	71,9	48,6	44,1	7,1	-0,9
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	318,6	86,9	179,2	11,2	41,4	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,5	8,8	15,3	0,8	10,5	2,4
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	29,6	8,8	15,3	0,8	4,6	2,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 III</b>								
<b>Balance inicial, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.772,4	14.345,0	21.322,7	10.123,0	6.175,6	2.918,9	14.719,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				177,5				
Efectivo y depósitos		5.449,6	1.669,8	2.426,5	1.445,4	761,0	623,9	3.944,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		44,8	136,5	111,2	319,4	238,2	32,4	782,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.262,9	255,7	3.520,1	1.857,7	1.944,9	207,6	2.319,7
Préstamos		35,0	1.779,9	11.485,6	1.360,2	357,9	356,7	1.504,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,5	983,9	8.619,0	1.037,7	295,7	314,5	.
Acciones y otras participaciones		5.546,1	7.810,2	1.905,7	4.885,3	2.432,7	1.144,9	5.430,5
Acciones cotizadas		1.301,1	1.993,0	749,3	2.545,1	860,0	441,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.541,5	5.406,5	872,6	1.615,6	482,1	555,3	.
Participaciones en fondos de inversión		1.703,5	410,7	283,8	724,5	1.090,6	148,4	.
Reservas técnicas de seguro		5.083,1	134,0	1,9	0,0	150,6	3,1	190,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		350,9	2.558,8	1.694,1	255,1	290,2	550,4	548,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones con activos financieros		72,1	163,1	372,3	181,7	59,3	-29,6	455,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-1,1				1,1
Efectivo y depósitos		35,4	13,9	78,7	50,0	23,8	-44,6	126,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		11,3	9,9	-3,2	-16,5	-3,9	8,8	15,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		-7,1	-21,1	-8,6	40,2	25,8	5,3	52,4
Préstamos		0,2	50,0	267,1	137,8	-2,1	1,0	210,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,1	30,1	190,5	151,4	5,1	1,1	.
Acciones y otras participaciones		-2,5	78,8	-7,6	-12,6	8,5	0,3	37,9
Acciones cotizadas		-9,6	29,5	-20,9	34,3	2,3	-3,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		28,5	83,7	16,8	-27,3	8,7	-1,2	.
Participaciones en fondos de inversión		-21,4	-34,4	-3,5	-19,6	-2,6	4,7	.
Reservas técnicas de seguro		42,3	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	11,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-7,5	30,8	46,9	-17,3	5,8	-0,4	-0,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		-242,1	-207,3	-79,1	-90,6	-29,2	-7,8	-118,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				15,3				
Efectivo y depósitos		-0,3	-2,4	-38,9	-6,7	0,2	0,0	-77,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,2	-4,9	-1,1	0,3	-1,8	-0,1	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		14,7	4,1	-31,9	20,4	-13,2	3,0	0,4
Préstamos		-0,1	-5,9	-38,9	-1,9	-1,7	0,1	-26,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,1	-3,8	-16,2	-4,1	-0,4	-0,1	.
Acciones y otras participaciones		-243,6	-200,1	-13,8	-98,8	-28,8	-10,3	-25,8
Acciones cotizadas		-80,0	-122,1	-15,2	-53,4	-9,5	-14,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-147,3	-73,8	8,1	-38,4	-11,2	7,4	.
Participaciones en fondos de inversión		-16,2	-4,2	-6,8	-7,0	-8,0	-3,1	.
Reservas técnicas de seguro		-12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		0,8	2,0	30,4	-3,9	16,1	-0,5	3,4
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.602,4	14.300,8	21.615,8	10.214,2	6.205,7	2.881,5	15.055,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				191,7				
Efectivo y depósitos		5.484,8	1.681,3	2.466,3	1.488,8	785,0	579,3	3.993,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		54,8	141,6	106,9	303,2	232,5	41,1	797,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.270,5	238,7	3.479,6	1.918,4	1.957,5	215,9	2.372,5
Préstamos		35,1	1.823,9	11.713,7	1.496,1	354,2	357,8	1.688,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,4	1.010,2	8.793,4	1.185,0	300,4	315,5	.
Acciones y otras participaciones		5.300,1	7.688,9	1.884,3	4.773,9	2.412,4	1.134,9	5.442,6
Acciones cotizadas		1.211,5	1.900,4	713,2	2.526,1	852,9	423,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.422,7	5.416,3	897,5	1.549,9	479,6	561,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.665,9	372,2	273,6	697,9	1.079,9	150,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.112,9	134,8	2,0	0,0	152,0	3,1	210,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		344,2	2.591,7	1.771,4	233,8	312,1	549,4	551,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.



**3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)**  
(mm de euros)

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2007 III</b>								
<b>Balance inicial, pasivos</b>								
<b>Pasivos totales</b>		5.709,4	23.478,2	21.660,9	10.046,3	6.315,1	6.767,3	13.222,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,6	13.022,9	221,4	3,8	328,0	2.717,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,9	372,0	78,9	0,2	655,7	253,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,0	2.674,8	1.422,1	25,2	4.311,6	2.496,9
Préstamos		5.195,5	6.608,5		1.336,6	193,6	1.079,4	2.466,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.879,2	4.426,7		612,0	73,9	919,3	.
Acciones y otras participaciones			13.416,1	3.399,8	6.761,4	688,5	5,6	4.884,1
Acciones cotizadas			5.061,3	1.121,1	363,2	338,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.354,8	1.222,9	935,0	349,8	5,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.055,8	5.463,3			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	333,9	53,6	0,6	5.142,2	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		481,2	2.350,3	2.137,9	225,3	261,6	386,4	405,0
<i>Patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-1.319,6	12.063,0	-9.133,3	-338,2	76,7	-139,5	-3.848,4	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
<b>Total de operaciones con pasivos</b>		65,4	192,6	354,6	157,0	58,6	-12,0	458,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	245,5	-8,5	0,1	2,3	44,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			-11,0	40,4	7,4	0,3	2,6	-17,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			-2,3	35,9	12,3	0,1	-5,0	45,9
Préstamos		82,5	168,6		171,1	8,3	-1,4	235,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		85,5	130,9		135,0	0,3	-3,4	.
Acciones y otras participaciones			49,2	0,3	-43,2	3,7	0,0	92,8
Acciones cotizadas			8,7	6,9	6,6	0,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			40,5	2,2	11,0	2,8	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-8,8	-60,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	1,9	-0,3	0,0	54,0	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-17,1	-13,7	32,8	17,9	-8,0	-10,6	56,7
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	2,6	6,7	-29,6	17,6	24,7	0,7	-17,6	-2,6
<b>Cuenta de otras variaciones de los pasivos</b>								
<b>Total de otras variaciones de pasivos</b>		-0,8	-222,2	-323,9	-61,7	-32,2	49,7	-198,9
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-88,4	0,2	0,0	0,0	-37,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,4	-6,9	0,0	0,0	0,0	-3,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			3,0	-20,2	1,0	-0,2	43,5	-29,6
Préstamos		-2,8	-2,0		-7,6	-2,5	0,3	-60,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,9	-3,0		-2,3	-3,3	0,0	.
Acciones y otras participaciones			-263,9	-226,8	-61,0	-39,9	0,4	-30,0
Acciones cotizadas			-135,4	-95,8	-74,0	-44,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-128,4	-131,5	15,8	4,1	0,4	.
Participaciones en fondos de inversión				0,4	-2,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		2,0	40,3	18,3	5,7	14,2	5,4	-37,7
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-64,9	-241,3	14,9	244,8	-28,9	3,0	-57,5	80,2
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		5.773,9	23.448,7	21.691,6	10.141,6	6.341,4	6.804,9	13.482,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,6	13.180,0	213,1	3,9	330,3	2.724,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			294,3	405,5	86,3	0,5	658,3	232,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,8	2.690,6	1.435,3	25,2	4.350,1	2.513,1
Préstamos		5.275,2	6.775,1		1.500,2	199,5	1.078,4	2.641,0
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.962,8	4.554,7		744,7	70,9	915,8	.
Acciones y otras participaciones			13.201,4	3.173,3	6.657,2	652,3	6,0	4.946,9
Acciones cotizadas			4.934,6	1.032,2	295,8	295,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			8.266,8	1.093,7	961,7	356,6	6,0	.
Participaciones en fondos de inversión				1.047,4	5.399,7			.
Reservas técnicas de seguro		32,7	335,7	53,3	0,6	5.192,3	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		466,0	2.376,9	2.189,0	248,9	267,8	381,3	424,1
<i>Patrimonio financiero neto<sup>1)</sup></i>	-1.381,9	11.828,5	-9.148,0	-75,8	72,6	-135,8	-3.923,4	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.666,5	3.772,0	3.878,7	3.994,4	4.031,2	4.075,3	4.117,7	4.157,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,3	122,1	129,9	131,8	128,7	130,4	133,0	134,3
Consumo de capital fijo	1.073,7	1.121,3	1.173,1	1.212,4	1.225,0	1.236,7	1.247,5	1.258,9
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta<sup>1)</sup></i>	1.887,3	1.988,6	2.051,7	2.126,0	2.162,8	2.196,8	2.228,5	2.268,6
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.281,8	2.335,9	2.553,9	2.820,4	2.935,5	3.026,2	3.119,8	3.196,0
Intereses	1.267,3	1.242,4	1.328,9	1.525,3	1.602,3	1.671,7	1.737,1	1.798,7
Otra renta de la propiedad	1.014,5	1.093,6	1.225,0	1.295,0	1.333,2	1.354,6	1.382,7	1.397,3
<i>Renta nacional neta<sup>1)</sup></i>	6.406,2	6.684,1	6.907,9	7.153,9	7.234,6	7.330,4	7.412,5	7.504,2
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,3	932,0	990,6	1.023,4	1.037,2	1.060,5	1.088,2
Cotizaciones sociales	1.388,2	1.427,4	1.469,5	1.517,9	1.532,8	1.545,1	1.557,4	1.568,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.407,9	1.453,1	1.497,1	1.531,5	1.542,2	1.549,6	1.557,7	1.567,6
Otras transferencias corrientes	658,5	683,2	702,5	703,7	705,8	710,4	718,7	722,0
Primas netas de seguros no vida	174,0	175,8	175,7	175,5	174,9	175,7	176,8	177,3
Derechos de seguros no vida	174,6	176,3	176,8	175,8	175,0	176,0	177,1	177,4
Otras	309,9	331,1	350,0	352,3	355,9	358,8	364,8	367,3
<i>Renta disponible neta<sup>1)</sup></i>	6.336,3	6.606,8	6.821,7	7.067,2	7.145,3	7.240,8	7.323,7	7.415,8
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,7	6.076,3	6.308,3	6.502,7	6.564,7	6.619,5	6.669,3	6.724,0
Gasto en consumo individual	5.234,6	5.432,6	5.647,8	5.830,1	5.886,6	5.935,7	5.981,8	6.031,1
Gasto en consumo colectivo	620,1	643,7	660,5	672,6	678,2	683,8	687,5	692,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,6	57,3	59,5	62,2	63,2	63,2	63,4	64,4
<i>Ahorro neto<sup>1)</sup></i>	481,9	530,7	513,7	564,8	581,0	621,6	654,7	692,1
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.526,1	1.607,4	1.698,5	1.816,5	1.841,5	1.881,8	1.914,4	1.945,0
Formación bruta de capital fijo	1.527,3	1.599,9	1.688,2	1.780,5	1.813,5	1.856,5	1.888,7	1.918,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-1,2	7,5	10,3	35,9	28,0	25,3	25,7	26,9
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,2	1,0	1,1	1,3
Transferencias de capital	182,6	167,5	181,6	176,7	191,4	190,3	188,2	171,6
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	22,5	22,3	22,9	23,3	23,8
Otras transferencias de capital	146,8	137,7	157,4	154,2	169,1	167,4	164,9	147,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)<sup>1)</sup></i>	41,1	62,1	1,9	-26,7	-21,7	-6,9	3,6	20,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

Recursos	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.737,8	7.004,0	7.233,3	7.464,7	7.547,7	7.639,2	7.726,7	7.819,1
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	761,2	797,2	839,7	885,9	904,5	921,7	934,6	945,2
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	7.499,0	7.801,2	8.073,0	8.350,6	8.452,2	8.560,8	8.661,3	8.764,3
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.887,3	1.988,6	2.051,7	2.126,0	2.162,8	2.196,8	2.228,5	2.268,6
Remuneración de los asalariados	3.673,6	3.779,1	3.884,2	4.000,3	4.037,1	4.081,3	4.123,7	4.163,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	933,1	981,1	1.028,8	1.044,4	1.061,9	1.077,0	1.088,1
Renta de la propiedad	2.246,4	2.319,3	2.544,8	2.819,2	2.925,8	3.016,7	3.103,1	3.180,1
Intereses	1.236,3	1.211,5	1.302,7	1.502,7	1.578,3	1.645,7	1.710,7	1.768,5
Otra renta de la propiedad	1.010,1	1.107,8	1.242,1	1.316,6	1.347,5	1.370,9	1.392,4	1.411,5
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	6.406,2	6.684,1	6.907,9	7.153,9	7.234,6	7.330,4	7.412,5	7.504,2
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,7	995,2	1.028,2	1.042,4	1.067,3	1.095,5
Cotizaciones sociales	1.387,3	1.426,5	1.469,1	1.517,4	1.532,4	1.544,7	1.556,9	1.568,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,4	1.445,6	1.489,4	1.524,0	1.534,7	1.541,7	1.549,5	1.559,2
Otras transferencias corrientes	594,1	611,1	620,7	620,3	619,6	623,9	631,7	635,3
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,3	176,8	175,8	175,0	176,0	177,1	177,4
Derechos de seguros no vida	171,3	173,5	174,4	173,0	172,4	173,3	174,6	175,1
Otras	248,2	261,3	269,5	271,5	272,2	274,7	280,0	282,8
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	6.336,3	6.606,8	6.821,7	7.067,2	7.145,3	7.240,8	7.323,7	7.415,8
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	62,5	63,5	63,5	63,7	64,6
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	481,9	530,7	513,7	564,8	581,0	621,6	654,7	692,1
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.073,7	1.121,3	1.173,1	1.212,4	1.225,0	1.236,7	1.247,5	1.258,9
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	184,0	195,1	190,3	206,4	207,8	205,1	187,6
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	22,5	22,3	22,9	23,3	23,8
Otras transferencias de capital	158,9	154,2	170,9	167,9	184,1	185,0	181,8	163,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

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

### 3.3 Hogares

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

	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	3.673,6	3.779,1	3.884,2	4.000,3	4.037,1	4.081,3	4.123,7	4.163,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.228,6	1.280,5	1.329,3	1.383,6	1.403,9	1.424,9	1.445,8	1.466,6
Intereses, recursos (+)	237,5	230,6	228,7	249,6	259,8	267,7	275,2	282,8
Intereses, empleos (-)	124,1	125,2	128,9	148,7	156,9	165,0	173,2	180,5
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	615,4	650,3	696,7	725,4	736,6	742,9	753,0	756,9
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,9	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,0	705,5	738,4	770,8	788,8	797,1	810,5	829,5
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,4	1.423,7	1.465,5	1.513,7	1.528,6	1.540,8	1.553,2	1.564,3
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,7	1.440,7	1.484,2	1.518,6	1.529,3	1.536,3	1.544,0	1.553,7
Transferencias corrientes netas (+)	65,3	64,6	67,4	62,8	62,9	64,5	65,3	66,4
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>4.997,7</b>	<b>5.182,1</b>	<b>5.348,4</b>	<b>5.497,5</b>	<b>5.545,8</b>	<b>5.605,1</b>	<b>5.660,8</b>	<b>5.705,9</b>
Gasto en consumo final (-)	4.319,7	4.485,4	4.653,3	4.798,2	4.843,5	4.882,1	4.920,9	4.961,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,5	57,1	59,4	62,0	63,1	63,0	63,4	64,4
= <b>Ahorro bruto</b>	<b>732,5</b>	<b>753,8</b>	<b>754,4</b>	<b>761,4</b>	<b>765,4</b>	<b>786,1</b>	<b>803,4</b>	<b>809,1</b>
Consumo de capital fijo (-)	288,1	303,3	318,4	331,0	335,2	338,8	342,1	344,8
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,9	25,0	28,9	32,3	30,3	27,6	20,5
Otras variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup> (+)	256,1	300,1	617,9	366,5	479,4	386,1	604,1	200,0
= <b>Variaciones del patrimonio neto<sup>1)</sup></b>	<b>713,2</b>	<b>769,5</b>	<b>1.078,9</b>	<b>825,8</b>	<b>941,9</b>	<b>863,7</b>	<b>1.092,9</b>	<b>684,8</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	495,8	526,7	559,7	600,4	612,0	627,1	638,1	644,8
Consumo de capital fijo (-)	288,1	303,3	318,4	331,0	335,2	338,8	342,1	344,8
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	211,3	214,6	207,7	262,2	301,6	345,8	378,5	398,9
Efectivo y depósitos	226,5	213,0	247,9	265,6	283,8	293,2	316,9	328,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	25,1	-6,4	-20,2	-17,5	0,3	25,7	44,7	42,9
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	-40,3	8,0	-20,1	14,0	17,6	26,9	16,8	27,7
Activos a largo plazo	311,0	342,3	443,3	359,7	303,1	257,9	222,5	157,7
Depósitos	-5,7	33,7	-10,1	-0,3	-6,7	-19,7	-29,3	-34,1
Valores distintos de acciones	25,8	65,8	17,0	69,1	62,4	46,4	29,7	-2,0
Acciones y otras participaciones	59,9	-8,5	136,1	-7,3	-29,7	-26,3	-32,8	-32,5
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	7,6	-13,5	61,4	-8,7	-1,4	30,2	32,2	38,0
Participaciones en fondos de inversión	52,2	5,0	74,7	1,5	-28,3	-56,5	-65,0	-70,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	231,0	251,3	300,4	298,2	277,1	257,4	254,8	226,3
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	262,8	311,7	390,3	411,4	390,7	382,4	364,6	361,6
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	211,6	280,8	358,3	372,1	346,5	337,2	316,8	302,3
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	272,5	256,5	521,4	353,8	460,0	371,4	587,4	196,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	29,0	56,9	129,4	55,0	48,5	33,4	66,1	29,8
Otros flujos netos (+)	-55,5	-12,5	-73,8	-62,9	-57,4	-50,7	-92,9	-36,0
= <b>Variaciones del patrimonio neto<sup>1)</sup></b>	<b>713,2</b>	<b>769,5</b>	<b>1.078,9</b>	<b>825,8</b>	<b>941,9</b>	<b>863,7</b>	<b>1.092,9</b>	<b>684,8</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.058,0	4.275,7	4.494,8	4.644,7	4.751,6	4.830,1	4.969,5	5.020,9
Efectivo y depósitos	3.710,1	3.926,0	4.176,7	4.318,2	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	321,0	313,9	300,5	285,4	261,3	281,0	305,0	302,8
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	27,0	35,7	17,6	41,2	33,8	51,8	51,2	64,3
Activos a largo plazo	9.214,9	9.847,5	10.931,5	11.483,6	11.761,0	11.981,2	12.081,2	11.863,0
Depósitos	841,9	876,6	883,9	870,9	871,0	847,8	836,3	830,9
Valores distintos de acciones	1.202,1	1.243,3	1.239,6	1.286,8	1.286,5	1.301,8	1.256,5	1.261,1
Acciones y otras participaciones	3.629,8	3.878,4	4.529,1	4.808,2	4.999,0	5.160,4	5.241,1	4.997,3
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	2.480,8	2.712,8	3.207,9	3.462,0	3.613,6	3.775,6	3.842,6	3.634,2
Participaciones en fondos de inversión	1.149,1	1.165,6	1.321,2	1.346,2	1.385,4	1.384,8	1.398,5	1.363,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.849,2	4.278,9	4.517,6	4.604,6	4.671,1	4.747,3	4.773,7
Otros activos netos (+)	190,2	228,0	184,0	203,9	202,6	215,0	207,8	219,8
Pasivos (-)								
Préstamos	3.922,2	4.245,6	4.630,0	4.915,9	5.015,6	5.099,1	5.195,5	5.275,2
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.521,2	3.812,5	4.195,9	4.464,5	4.543,0	4.611,3	4.692,7	4.752,9
= <b>Riqueza financiera neta</b>	<b>9.540,8</b>	<b>10.105,6</b>	<b>10.980,3</b>	<b>11.416,3</b>	<b>11.699,7</b>	<b>11.927,2</b>	<b>12.063,0</b>	<b>11.828,5</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

**3.4 Sociedades no financieras**

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

	2003	2004	2005	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.835,1	3.989,3	4.112,9	4.240,3	4.296,1	4.353,8	4.409,9	4.467,2
Remuneración de los asalariados (-)	2.313,0	2.382,6	2.445,6	2.518,8	2.544,8	2.574,4	2.606,7	2.634,9
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	58,7	65,2	71,1	72,9	72,7	74,7	77,1	78,1
<b>= Excedente bruto de explotación (+)</b>	<b>1.463,4</b>	<b>1.541,5</b>	<b>1.596,2</b>	<b>1.648,6</b>	<b>1.678,7</b>	<b>1.704,7</b>	<b>1.726,2</b>	<b>1.754,2</b>
Consumo de capital fijo (-)	607,9	632,6	661,7	681,5	688,0	694,0	699,7	706,4
<b>= Excedente neto de explotación (+)</b>	<b>855,4</b>	<b>908,9</b>	<b>934,4</b>	<b>967,1</b>	<b>990,7</b>	<b>1.010,7</b>	<b>1.026,5</b>	<b>1.047,8</b>
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,6	365,9	423,7	453,0	465,0	470,0	474,8	480,5
Intereses, recursos	126,6	121,9	132,5	149,3	154,7	159,1	163,7	166,9
Otra renta de la propiedad, recursos	194,1	244,1	291,2	303,7	310,3	311,0	311,1	313,6
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,6	226,4	235,1	265,0	278,2	290,3	301,5	311,1
<b>= Renta empresarial neta (+)</b>	<b>947,5</b>	<b>1.048,4</b>	<b>1.123,0</b>	<b>1.155,1</b>	<b>1.177,5</b>	<b>1.190,4</b>	<b>1.199,8</b>	<b>1.217,2</b>
Renta distribuida (-)	692,6	753,6	839,4	878,9	906,1	913,8	921,4	929,0
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	117,1	135,7	148,1	169,5	184,3	189,1	197,7	206,2
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,3	73,5	74,1	76,3	76,7	77,3	74,7	72,5
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,7	60,3	62,1	62,4	61,9	62,0	61,9	62,1
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	55,9	62,1	60,4	60,1	59,9	60,6	59,9	58,9
<b>= Ahorro neto</b>	<b>95,6</b>	<b>110,1</b>	<b>87,3</b>	<b>60,6</b>	<b>41,9</b>	<b>42,2</b>	<b>33,7</b>	<b>33,5</b>
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	193,8	211,8	237,2	287,5	288,0	301,6	316,8	329,7
Formación bruta de capital fijo (+)	803,6	840,8	888,8	936,7	950,3	973,2	993,8	1.012,0
Consumo de capital fijo (-)	607,9	632,6	661,7	681,5	688,0	694,0	699,7	706,4
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-1,8	3,6	10,1	32,3	25,8	22,5	22,7	24,1
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	106,0	102,9	125,9	156,3	179,2	210,0	221,1	185,7
Efectivo y depósitos	64,3	84,1	113,2	124,8	145,1	163,9	164,5	158,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	22,5	16,5	8,6	8,0	3,6	19,7	23,5	-9,4
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	18,5	-2,5	4,4	24,1	31,0	27,1	34,2	37,5
Activos a largo plazo	284,5	188,9	348,4	298,8	320,9	342,3	365,1	423,2
Depósitos	43,4	0,6	30,7	20,2	21,4	29,4	29,1	16,8
Valores distintos de acciones	-46,4	-53,2	-27,5	-36,2	-22,5	-30,1	-34,8	-31,5
Acciones y otras participaciones	147,3	175,8	214,3	191,5	174,6	176,1	192,1	240,2
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	140,2	65,7	130,9	123,2	147,4	166,8	178,7	197,7
Otros activos netos (+)	59,5	75,8	68,0	143,0	159,8	136,3	130,1	145,5
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	296,3	219,0	400,9	596,9	627,8	649,6	686,6	743,5
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	102,8	172,5	264,6	425,1	448,7	444,9	484,6	521,6
de la cual, valores distintos de acciones	63,1	7,3	3,3	28,4	41,3	44,3	59,7	40,6
Acciones y otras participaciones	205,7	192,1	230,3	162,3	197,4	212,9	224,4	229,0
Acciones cotizadas	19,0	11,9	100,5	37,8	34,3	46,5	66,2	74,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	186,7	180,1	129,8	124,5	163,1	166,4	158,2	154,9
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,3	58,3	61,1	65,9	80,8	85,5	86,2	75,8
<b>= Ahorro neto</b>	<b>95,6</b>	<b>110,1</b>	<b>87,3</b>	<b>60,6</b>	<b>41,9</b>	<b>42,2</b>	<b>33,7</b>	<b>33,5</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.307,5	1.368,0	1.499,8	1.603,2	1.672,7	1.711,8	1.766,3	1.780,9
Efectivo y depósitos	1.028,9	1.102,6	1.220,7	1.276,9	1.356,8	1.364,8	1.405,0	1.428,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	143,8	163,7	176,3	194,4	185,8	204,2	205,2	185,6
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	134,8	101,7	102,9	131,9	130,1	142,8	156,1	166,3
Activos a largo plazo	6.424,8	6.907,1	8.029,6	8.781,6	9.206,2	9.511,2	9.885,7	9.793,4
Depósitos	137,6	136,8	175,4	214,3	206,3	260,5	264,8	252,3
Valores distintos de acciones	377,6	324,4	285,2	255,5	260,7	234,1	236,1	213,9
Acciones y otras participaciones	4.563,9	5.047,2	6.049,0	6.697,8	7.059,1	7.283,6	7.605,0	7.503,3
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.345,7	1.398,7	1.520,0	1.614,0	1.680,2	1.733,0	1.779,9	1.823,9
Otros activos netos (+)	230,9	268,0	265,2	304,2	301,0	358,9	369,1	376,1
Pasivos								
Deuda	6.037,5	6.221,0	6.632,8	7.103,9	7.244,9	7.431,3	7.685,3	7.843,8
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.034,4	3.160,8	3.419,5	3.743,8	3.857,4	3.957,3	4.107,8	4.231,6
de la cual, valores distintos de acciones	628,2	667,8	671,3	696,9	698,8	710,4	742,9	733,0
Acciones y otras participaciones	8.241,7	9.172,2	10.715,8	11.634,5	12.349,5	12.770,6	13.416,1	13.201,4
Acciones cotizadas	2.731,9	2.987,1	3.680,9	4.077,3	4.451,5	4.664,2	5.061,3	4.934,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.509,8	6.185,2	7.034,9	7.557,1	7.897,9	8.106,4	8.354,8	8.266,8

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	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II	2006 IV- 2007 III
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	21,7	40,1	28,6	-7,1	17,5	43,8	41,7	42,4
Efectivo y depósitos	7,0	13,2	7,2	8,3	12,4	18,0	2,4	8,9
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,7	2,7	0,4	-4,2	3,6	7,1	3,6	0,3
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	7,1	24,2	21,0	-11,2	1,4	18,7	35,7	33,3
Activos a largo plazo	230,2	217,0	281,3	344,2	323,1	282,8	284,8	243,5
Depósitos	22,8	36,7	18,5	40,7	52,2	63,7	71,3	69,3
Valores distintos de acciones	144,5	131,0	128,7	147,3	145,4	146,5	155,6	138,5
Préstamos	11,5	6,6	-2,7	10,5	4,0	-9,3	-8,4	-14,7
Acciones cotizadas	9,5	13,0	31,6	14,7	16,7	12,1	5,7	2,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5,1	-0,9	18,2	25,5	20,5	12,8	15,1	21,6
Participaciones en fondos de inversión	36,7	30,6	87,0	105,5	84,2	57,1	45,5	26,0
Otros activos netos (+)	-3,7	9,9	9,3	15,5	11,5	25,4	25,7	34,9
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	5,0	-1,8	0,1	-0,3	4,0	4,0	3,6	3,4
Préstamos	12,4	4,5	12,5	37,1	32,7	34,0	44,0	42,5
Acciones y otras participaciones	11,4	12,9	8,8	11,4	7,3	9,6	11,8	10,4
Reservas técnicas de seguro	237,0	261,2	335,3	334,2	314,4	299,8	297,3	272,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	210,3	229,5	291,8	291,5	267,4	249,2	247,9	230,9
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	43,5	42,7	47,0	50,5	49,4	41,6
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones</b>	-17,5	-9,8	-37,4	-29,7	-6,3	4,7	-4,6	-7,9
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de los activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	107,1	110,2	190,2	125,6	190,6	155,8	250,3	148,0
Otros activos netos	-10,1	159,2	43,7	-0,7	-51,3	-69,3	-81,9	-116,1
<b>Otras variaciones de los pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	98,4	21,0	117,4	86,3	48,3	34,6	97,7	13,0
Reservas técnicas de seguro	33,7	84,3	139,4	61,1	57,8	44,4	67,0	36,9
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	34,2	64,6	145,6	63,7	61,7	46,9	68,7	38,4
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-6,2	-2,6	-4,0	-2,4	-1,6	-1,5
<b>= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto</b>	-35,0	164,0	-22,9	-22,5	33,3	7,4	3,6	-18,1
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	264,6	418,4	437,4	445,8	457,2	479,2	483,0	486,2
Efectivo y depósitos	121,3	133,6	142,7	144,4	154,6	155,9	144,4	154,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	68,5	72,2	74,3	80,4	80,4	82,8	84,3	80,9
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	74,8	212,5	220,4	221,0	222,2	240,5	254,3	251,3
Activos a largo plazo	3.770,2	4.126,0	4.622,1	4.972,8	5.076,9	5.162,4	5.251,8	5.255,4
Depósitos	457,6	497,1	516,6	559,9	569,5	595,7	616,6	631,0
Valores distintos de acciones	1.483,7	1.652,8	1.800,6	1.903,2	1.894,1	1.915,8	1.928,8	1.938,7
Préstamos	368,3	363,7	367,2	376,3	365,8	355,0	357,9	354,2
Acciones cotizadas	526,1	574,9	702,1	761,6	831,0	855,0	860,0	852,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	306,7	337,1	396,9	435,2	457,1	460,4	482,1	479,6
Participaciones en fondos de inversión	627,7	700,5	838,9	936,6	959,3	980,6	1.006,3	999,0
Otros activos netos (+)	105,6	121,5	159,0	175,9	176,5	180,5	175,4	192,4
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	23,4	21,9	22,0	23,7	26,2	26,0	25,4	25,6
Préstamos	126,5	119,8	131,8	168,9	164,9	183,8	193,6	199,5
Acciones y otras participaciones	429,3	463,3	589,5	628,9	645,0	661,0	688,5	652,3
Reservas técnicas de seguro	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.882,9	4.981,7	5.062,9	5.142,2	5.192,3
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.183,6	4.269,1	4.336,1	4.409,5	4.452,9
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	669,6	699,3	712,6	726,7	732,7	739,4
<b>= Riqueza financiera neta</b>	-228,3	-74,0	-134,3	-109,8	-107,2	-111,6	-139,5	-135,8

Fuente: BCE.

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

## MERCADOS FINANCIEROS

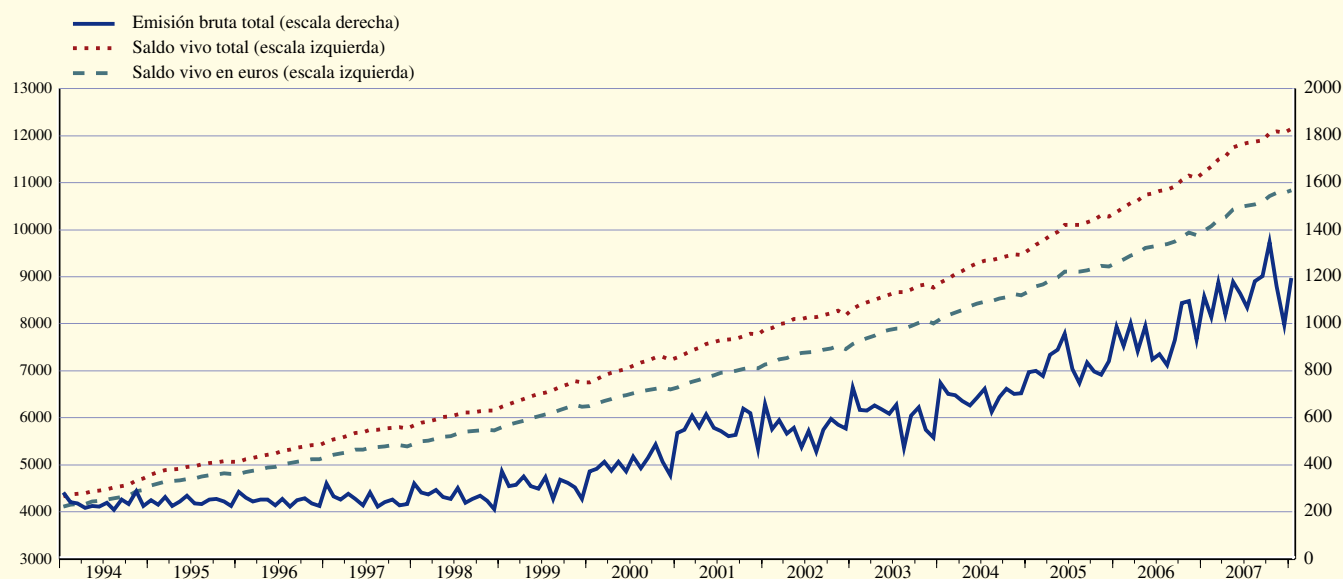
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2007 Ene	11.850,7	1.147,9	99,8	9.980,7	1.054,3	98,5	11.229,9	1.115,2	117,3	7,9	75,6	9,0
Feb	11.961,4	1.046,1	110,7	10.077,9	959,7	97,3	11.347,0	1.027,3	124,4	8,2	95,7	9,3
Mar	12.193,4	1.258,9	230,8	10.215,5	1.120,2	136,3	11.490,2	1.174,2	142,5	8,6	108,1	10,1
Abr	12.216,9	1.041,5	23,2	10.271,5	983,1	55,7	11.556,4	1.039,6	72,5	8,6	63,6	9,1
May	12.430,3	1.217,7	214,3	10.432,6	1.115,2	161,9	11.744,9	1.178,8	183,6	9,0	137,7	9,8
Jun	12.560,8	1.221,1	130,4	10.477,0	1.069,0	44,4	11.806,3	1.128,9	58,7	9,2	52,6	9,7
Jul	12.564,6	1.076,2	2,8	10.506,4	1.004,0	28,4	11.850,3	1.067,9	46,2	9,2	62,0	9,4
Ago	12.592,6	1.184,3	28,1	10.532,4	1.131,6	26,3	11.870,9	1.181,5	26,4	9,2	83,6	9,1
Sep	12.684,8	1.243,5	90,6	10.589,9	1.153,6	55,8	11.900,6	1.201,4	46,1	9,1	57,7	8,1
Oct	12.793,0	1.349,8	107,0	10.718,7	1.277,5	127,8	12.045,1	1.346,4	145,0	9,2	129,0	9,3
Nov	12.880,4	1.174,9	85,5	10.788,5	1.106,5	67,9	12.087,9	1.158,5	62,0	8,6	45,7	7,5
Dic	12.906,9	1.035,8	29,5	10.784,3	954,0	-1,2	12.067,6	997,0	-18,8	9,1	105,7	8,4
2008 Ene	.	.	.	10.840,4	1.130,0	60,2	12.138,1	1.195,4	69,5	8,5	21,5	7,7
<b>A largo plazo</b>												
2007 Ene	10.824,2	232,5	77,0	9.075,5	177,8	51,3	10.158,8	201,6	62,3	8,2	68,5	9,3
Feb	10.923,9	237,8	99,8	9.158,8	190,1	83,5	10.255,9	223,6	105,0	8,4	82,8	9,6
Mar	11.061,4	277,8	137,4	9.255,5	213,2	96,5	10.355,8	234,3	101,9	8,6	78,7	9,9
Abr	11.103,6	182,5	41,9	9.287,6	156,1	31,8	10.393,6	177,8	45,3	8,6	53,5	9,0
May	11.290,3	267,0	188,4	9.422,9	199,3	136,9	10.549,5	225,6	151,9	9,1	108,1	9,2
Jun	11.390,9	259,3	99,2	9.488,2	190,9	63,9	10.630,8	217,8	77,7	9,0	47,3	8,9
Jul	11.417,5	198,4	26,2	9.499,9	162,1	11,5	10.654,6	188,1	25,6	8,8	46,8	8,4
Ago	11.411,6	102,8	-6,5	9.493,0	86,9	-7,4	10.652,6	104,2	-2,4	8,6	50,7	7,6
Sep	11.437,0	157,4	24,1	9.510,6	132,0	16,2	10.643,6	146,4	15,0	8,0	10,5	6,2
Oct	11.512,4	235,6	76,5	9.572,9	199,4	63,6	10.704,3	223,6	70,4	7,8	78,9	6,7
Nov	11.591,8	173,6	77,7	9.631,9	140,0	57,3	10.744,4	154,7	53,4	7,1	33,7	5,2
Dic	11.649,0	194,1	57,7	9.678,4	160,2	47,0	10.777,6	171,2	35,6	7,4	79,7	5,8
2008 Ene	.	.	.	9.673,0	166,4	-2,0	10.776,7	189,6	2,6	6,7	13,1	5,1

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

(mm de euros)



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

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2006	11.101	4.573	1.171	636	4.417	305	11.360	8.396	423	1.114	1.342	85
2007	12.068	5.052	1.485	686	4.530	315	13.617	10.085	540	1.458	1.453	80
2007 I	11.490	4.768	1.265	648	4.499	309	3.317	2.452	141	285	416	23
II	11.806	4.878	1.325	684	4.610	308	3.347	2.369	118	453	389	18
III	11.901	4.960	1.356	679	4.595	310	3.451	2.604	88	394	346	19
IV	12.068	5.052	1.485	686	4.530	315	3.502	2.660	192	326	302	21
2007 Oct	12.045	5.059	1.398	689	4.584	315	1.346	1.003	68	126	140	10
Nov	12.088	5.062	1.420	692	4.597	317	1.158	897	36	109	110	6
Dic	12.068	5.052	1.485	686	4.530	315	997	761	88	91	52	5
2008 Ene	12.138	5.103	1.477	697	4.546	315	1.195	888	7	108	181	12
<b>A corto plazo</b>												
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	1.366	832	38
2007 I	1.134	626	12	106	386	4	2.657	2.138	16	271	223	8
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	2.952	2.427	20	303	192	10
2007 Oct	1.341	777	15	126	414	7	1.123	906	11	117	84	4
Nov	1.344	786	16	127	408	8	1.004	828	3	101	69	2
Dic	1.290	787	18	122	357	7	826	694	5	86	39	3
2008 Ene	1.361	825	18	131	380	7	1.006	793	3	104	101	5
<b>Total a largo plazo <sup>1)</sup></b>												
2006	10.086	3.998	1.159	542	4.087	301	2.166	1.004	363	90	654	54
2007	10.778	4.265	1.467	565	4.173	309	2.269	1.032	482	92	621	42
2007 I	10.356	4.142	1.253	542	4.114	304	660	314	125	13	193	14
II	10.631	4.246	1.314	564	4.203	304	621	287	106	40	179	8
III	10.644	4.245	1.347	562	4.186	304	439	198	79	16	138	8
IV	10.778	4.265	1.467	565	4.173	309	550	233	172	23	110	11
2007 Oct	10.704	4.281	1.383	562	4.170	308	224	97	57	9	56	5
Nov	10.744	4.276	1.404	565	4.190	309	155	69	33	8	41	4
Dic	10.778	4.265	1.467	565	4.173	309	171	67	83	6	14	2
2008 Ene	10.777	4.278	1.459	566	4.166	308	190	95	5	3	80	7
<b>Del cual: a tipo fijo</b>												
2006	7.059	2.136	544	413	3.729	237	1.292	475	143	56	579	39
2007	7.326	2.272	589	428	3.787	250	1.280	530	116	57	540	36
2007 I	7.176	2.211	570	414	3.739	243	404	172	40	9	170	13
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	24	8	123	7
IV	7.326	2.272	589	428	3.787	250	274	126	23	17	99	8
2007 Oct	7.325	2.281	588	426	3.780	250	122	54	11	6	47	4
Nov	7.350	2.282	587	430	3.799	252	95	41	4	8	39	4
Dic	7.326	2.272	589	428	3.787	250	56	31	8	3	13	1
2008 Ene	7.305	2.278	587	428	3.766	247	122	48	2	2	65	4
<b>Del cual: a tipo variable</b>												
2006	2.608	1.512	604	115	312	64	719	408	216	31	49	15
2007	2.996	1.614	859	126	338	58	817	371	356	33	51	5
2007 I	2.729	1.564	671	115	318	61	213	114	83	4	12	1
II	2.850	1.608	716	126	341	60	228	112	76	16	23	1
III	2.870	1.610	739	128	336	57	138	71	51	7	8	1
IV	2.996	1.614	859	126	338	58	237	74	146	7	8	3
2007 Oct	2.915	1.612	778	125	342	58	84	28	45	3	6	1
Nov	2.934	1.611	799	124	343	57	50	20	27	1	2	0
Dic	2.996	1.614	859	126	338	58	103	25	74	3	0	1
2008 Ene	3.005	1.618	854	127	346	60	46	32	2	1	8	3

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

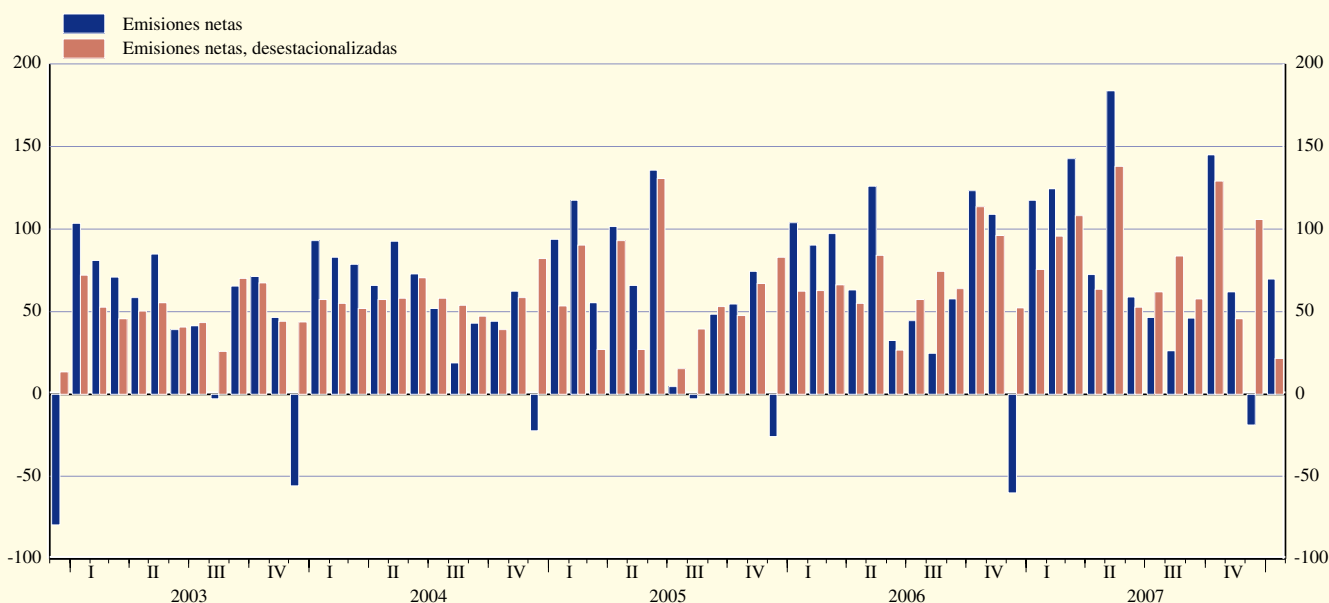
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	811,5	422,3	244,1	32,5	90,3	22,3	813,3	427,8	240,4	32,8	89,9	22,3
2007	1.005,8	482,8	335,5	56,0	120,6	10,9	1.016,9	493,1	330,8	58,7	123,4	10,9
2007 I	384,2	188,1	96,1	13,0	83,1	3,9	279,4	123,2	113,5	10,6	29,5	2,6
II	314,8	105,9	60,8	36,4	111,9	-0,1	253,9	114,2	47,3	28,2	65,1	-0,9
III	118,8	95,3	35,9	-3,4	-11,3	2,3	203,2	120,9	64,2	3,7	8,3	6,3
IV	188,1	93,5	142,8	10,1	-63,1	4,8	280,4	134,8	105,9	16,3	20,6	2,9
2007 Oct	145,0	86,4	52,8	10,6	-9,8	5,0	129,0	62,2	49,9	5,9	6,3	4,7
Nov	62,0	17,6	23,8	4,4	14,5	1,8	45,7	19,2	14,6	5,0	8,3	-1,4
Dic	-18,8	-10,4	66,2	-5,0	-67,8	-1,9	105,7	53,5	41,4	5,3	5,9	-0,4
2008 Ene	69,5	49,4	-7,2	11,1	16,7	-0,4	21,5	16,9	16,8	9,6	-20,6	-1,1
A largo plazo												
2006	760,2	347,4	238,7	29,2	121,6	23,3	760,2	349,3	235,2	29,0	123,4	23,3
2007	741,7	283,2	329,5	28,6	92,3	8,1	739,2	285,0	325,0	28,6	92,7	7,9
2007 I	269,2	141,5	96,3	1,0	27,0	3,3	229,9	107,5	113,5	7,5	-0,6	2,1
II	274,9	101,2	61,8	22,3	90,2	-0,6	208,9	97,0	48,3	15,8	49,1	-1,3
III	38,2	14,2	37,6	-0,1	-14,0	0,4	108,0	27,9	66,3	2,5	7,1	4,2
IV	159,4	26,3	133,7	5,5	-11,0	4,9	192,4	52,6	97,0	2,8	37,1	2,8
2007 Oct	70,4	33,2	46,6	1,3	-14,8	4,2	78,9	30,6	42,8	-0,6	2,3	3,9
Nov	53,4	3,7	23,5	3,9	20,7	1,6	33,7	5,4	14,7	3,7	11,4	-1,5
Dic	35,6	-10,6	63,7	0,3	-16,9	-0,9	79,7	16,6	39,6	-0,3	23,4	0,5
2008 Ene	2,6	15,6	-6,5	1,3	-6,9	-0,8	13,1	18,5	16,8	6,0	-26,9	-1,3

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

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

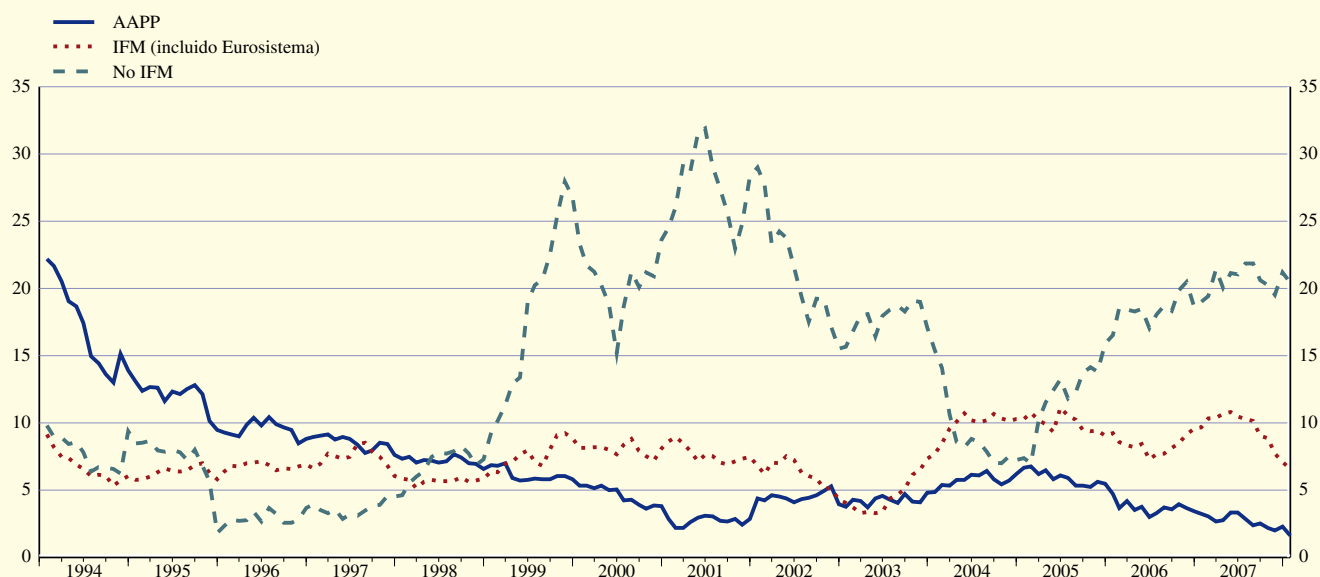


Fuente: BCE.

#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (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 Ene	7,9	10,6	26,9	4,5	1,9	7,4	9,0	12,0	28,3	4,8	2,7	4,3
Feb	8,2	10,8	27,6	4,7	2,1	5,8	9,3	12,3	31,0	7,5	2,3	2,1
Mar	8,6	10,5	30,3	5,7	2,4	6,6	10,1	11,8	37,2	7,3	3,1	5,1
Abr	8,6	10,7	28,3	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,6	7,8	3,0	6,1
May	9,0	10,5	30,1	6,0	3,5	5,0	9,8	11,5	30,6	8,2	3,7	3,3
Jun	9,2	10,8	28,6	8,2	3,8	3,3	9,7	10,5	29,9	12,5	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	29,0	10,1	3,3	2,5	9,4	9,7	29,9	15,5	3,8	0,7
Ago	9,2	11,0	28,9	9,8	3,1	2,6	9,1	9,8	27,0	12,1	3,8	3,1
Sep	9,1	10,9	27,3	8,5	3,2	4,3	8,1	10,1	18,4	10,0	3,3	3,5
Oct	9,2	11,0	27,3	8,9	3,0	5,6	9,3	11,1	26,1	10,1	3,0	5,5
Nov	8,6	10,4	26,1	8,8	2,7	4,3	7,5	9,4	21,5	9,5	1,6	5,3
Dic	9,1	10,5	28,8	8,8	2,7	3,6	8,4	10,8	27,8	6,0	1,3	6,1
2008 Ene	8,5	9,9	27,4	10,6	2,2	3,0	7,7	10,2	25,0	6,2	0,6	5,3
	A largo plazo											
2007 Ene	8,2	9,7	26,6	5,3	2,9	7,6	9,3	11,3	28,2	6,0	3,6	4,8
Feb	8,4	10,3	27,4	4,8	2,8	5,9	9,6	12,4	31,2	6,2	2,6	2,6
Mar	8,6	10,4	30,1	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,5	5,7	2,1	5,2
Abr	8,6	10,6	28,2	4,7	2,4	7,4	9,0	11,9	29,0	5,8	1,7	5,8
May	9,1	10,8	30,1	4,2	3,2	5,1	9,2	11,1	31,0	6,0	2,5	2,8
Jun	9,0	10,5	28,8	6,3	3,3	3,4	8,9	10,4	30,4	8,8	2,4	0,6
Jul	8,8	10,3	29,3	7,2	2,9	2,7	8,4	9,3	30,6	8,3	2,1	0,6
Ago	8,6	10,1	29,3	7,1	2,4	2,7	7,6	8,0	27,6	8,0	2,1	2,8
Sep	8,0	9,0	27,9	6,2	2,4	3,5	6,2	6,1	19,1	6,8	2,7	2,0
Oct	7,8	8,8	27,2	5,8	2,0	4,6	6,7	5,9	25,4	5,8	2,4	3,7
Nov	7,1	7,7	25,9	6,0	1,9	3,1	5,2	4,3	21,0	6,0	1,3	3,4
Dic	7,4	7,1	28,6	5,3	2,3	2,7	5,8	3,9	26,8	1,9	2,1	4,7
2008 Ene	6,7	6,5	27,2	5,9	1,6	2,2	5,1	3,9	23,9	3,7	1,0	3,7

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



Fuente: BCE.

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

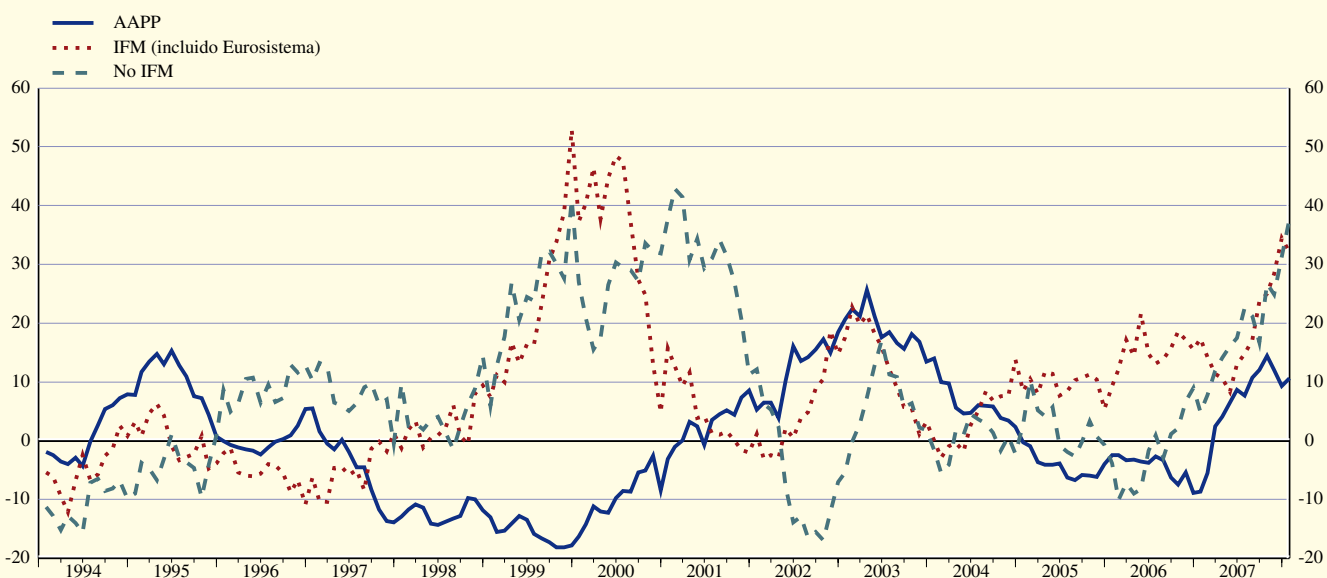
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,4	11,9	41,2	28,0	5,0	4,5
2007	5,2	7,1	17,8	3,8	2,4	6,6	15,7	11,1	37,5	18,3	3,8	-1,8
2007 I	5,3	6,3	20,7	2,7	3,0	7,7	15,2	12,2	33,5	21,9	1,0	4,6
II	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	37,9	18,9	5,1	-0,3
III	5,4	8,0	17,6	4,7	2,3	5,0	16,2	11,1	39,2	19,6	4,4	-4,7
IV	4,5	6,7	13,5	5,0	1,8	6,3	15,0	9,0	39,0	13,4	4,8	-6,5
2007 Ago	5,3	8,2	18,3	5,1	1,9	4,7	16,0	11,1	39,1	19,3	3,0	-5,0
Sep	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,2	10,6	37,7	18,9	1,3	-4,3
Oct	4,6	6,9	13,9	5,1	1,7	6,8	15,6	9,9	39,2	13,1	4,9	-3,4
Nov	4,3	6,5	12,6	5,3	1,7	6,4	14,2	8,3	37,3	13,0	4,6	-9,3
Dic	4,3	6,7	11,5	4,8	1,7	5,8	15,3	7,1	43,0	9,6	8,3	-8,8
2008 Ene	3,4	5,9	10,5	5,1	0,7	3,9	15,3	6,7	41,4	11,8	11,6	-4,6
En euros												
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,7	30,9	5,2	3,7
2007	4,6	6,4	14,6	2,2	2,7	6,7	15,1	10,2	35,3	18,2	3,9	-2,4
2007 I	4,7	5,4	16,2	1,0	3,3	7,7	14,0	10,9	30,1	23,3	1,0	4,1
II	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,4	19,7	5,2	-0,8
III	4,7	7,1	14,6	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,4	18,8	4,5	-5,6
IV	4,1	6,2	11,3	3,7	2,1	6,6	14,8	8,6	37,5	12,3	4,9	-7,2
2007 Ago	4,6	7,4	15,2	3,9	2,1	5,0	15,5	10,5	37,2	18,2	3,2	-6,0
Sep	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	5,9	14,6	9,8	36,0	17,9	1,5	-5,2
Oct	4,1	6,3	11,9	3,4	1,9	7,1	15,3	9,5	37,3	11,9	5,1	-4,2
Nov	4,0	6,1	10,6	4,4	1,9	6,8	14,0	8,0	35,6	11,8	4,8	-10,0
Dic	3,9	6,3	9,8	4,0	1,9	6,1	15,7	6,9	43,0	8,8	8,6	-8,9
2008 Ene	3,0	5,4	9,1	4,1	0,9	4,3	15,8	6,6	41,5	11,1	11,9	-5,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

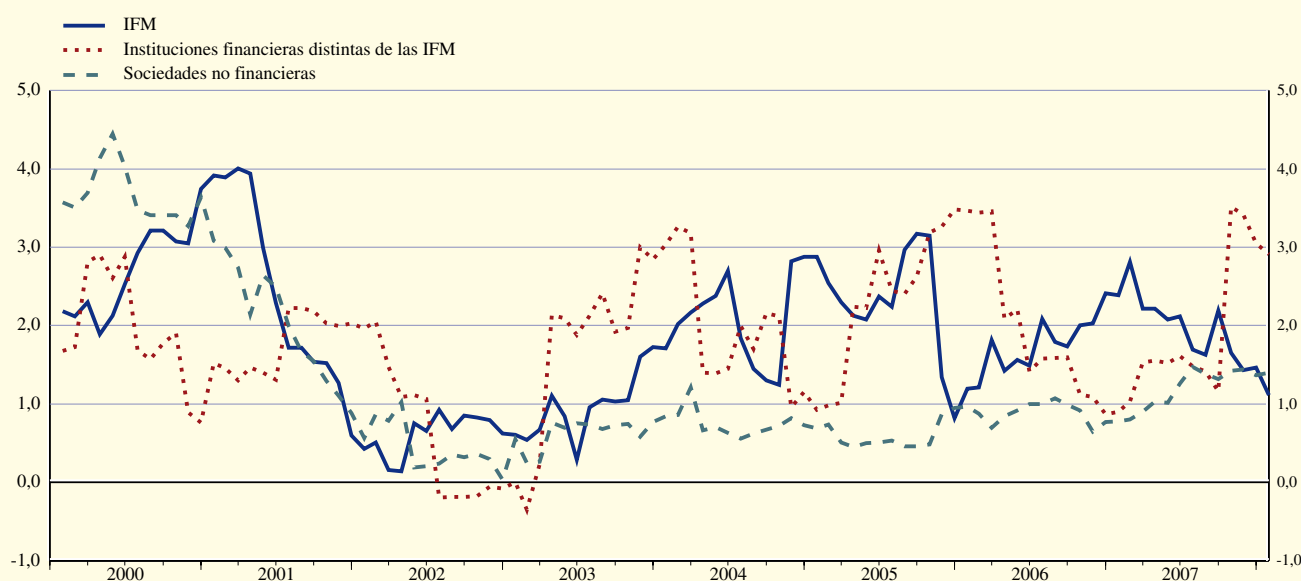
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Ene	5.314,2	103,6	1,3	892,2	1,2	541,7	3,5	3.880,4	1,0
Feb	5.455,3	103,6	1,2	947,5	1,2	567,7	3,4	3.940,0	0,9
Mar	5.656,9	103,7	1,2	971,1	1,8	585,1	3,5	4.100,7	0,7
Abr	5.681,7	103,8	1,1	957,5	1,4	579,1	2,1	4.145,1	0,8
May	5.390,8	103,9	1,2	901,3	1,6	543,6	2,2	3.945,8	0,9
Jun	5.402,3	104,0	1,1	909,8	1,5	539,7	1,4	3.952,8	1,0
Jul	5.399,1	104,1	1,2	923,0	2,1	553,7	1,6	3.922,4	1,0
Ago	5.580,7	104,2	1,2	963,8	1,8	604,6	1,6	4.012,4	1,1
Sep	5.722,5	104,2	1,2	991,8	1,7	616,7	1,6	4.114,0	1,0
Oct	5.911,5	104,3	1,1	1.022,4	2,0	623,8	1,1	4.265,2	0,9
Nov	5.966,3	104,4	0,9	1.031,8	2,0	613,6	1,1	4.320,9	0,6
Dic	6.184,5	104,6	1,1	1.063,9	2,4	633,2	0,9	4.487,4	0,8
2007 Ene	6.364,1	104,7	1,1	1.123,5	2,4	646,2	0,9	4.594,4	0,8
Feb	6.278,9	104,8	1,2	1.092,8	2,8	637,8	1,0	4.548,3	0,8
Mar	6.504,8	104,9	1,2	1.111,4	2,2	649,3	1,5	4.744,1	0,9
Abr	6.754,5	105,1	1,3	1.168,6	2,2	675,5	1,6	4.910,4	1,0
May	7.034,1	105,2	1,3	1.174,5	2,1	688,8	1,5	5.170,7	1,0
Jun	6.955,9	105,5	1,4	1.128,6	2,1	677,1	1,6	5.150,1	1,3
Jul	6.725,7	105,7	1,5	1.099,8	1,7	608,8	1,5	5.017,0	1,5
Ago	6.612,3	105,7	1,4	1.060,2	1,6	583,8	1,4	4.968,4	1,4
Sep	6.675,8	105,8	1,5	1.048,8	2,2	597,2	1,2	5.029,8	1,3
Oct	6.929,5	106,0	1,7	1.072,8	1,7	629,2	3,5	5.227,5	1,4
Nov	6.615,1	106,1	1,6	1.032,7	1,4	579,2	3,4	5.003,2	1,4
Dic	6.571,3	106,2	1,5	1.017,2	1,5	579,0	3,0	4.975,2	1,4
2008 Ene	5.749,8	106,3	1,5	887,9	1,1	497,3	2,9	4.364,6	1,4

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

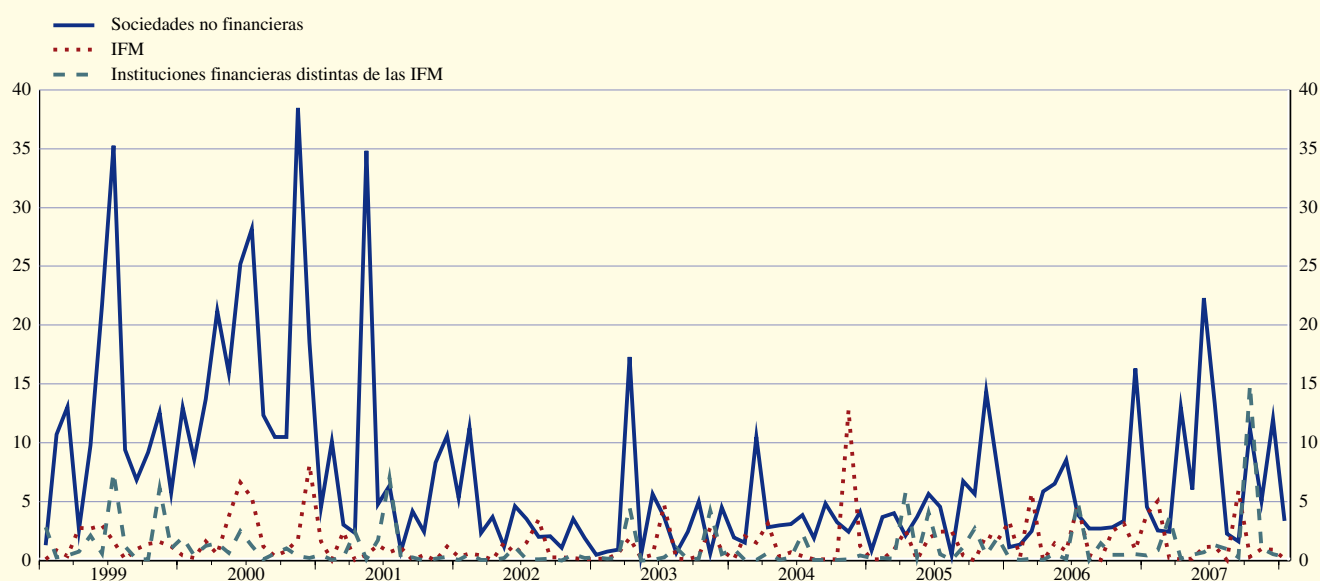
1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>  
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2006 Ene	4,6	0,8	3,9	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,1	0,7	0,4
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
Mar	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-2,9
Abr	5,9	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,9	0,3	5,5
May	8,5	2,2	6,3	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	6,5	2,2	4,3
Jun	9,4	2,7	6,7	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,5	2,4	6,2
Jul	13,6	6,6	7,0	4,7	0,0	4,7	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,0	5,0	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	3,4	1,8	1,6
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	8,9	3,9	5,0	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,5	3,8	0,7
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,2	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,0
Abr	13,3	0,4	12,8	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	13,0	0,2	12,8
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	24,1	1,6	22,5	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	22,3	1,6	20,7
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	3,3	6,6	-3,4	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	2,3	5,1	-2,8
Sep	7,8	2,5	5,3	5,9	0,0	5,9	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	26,4	8,0	18,3	0,3	3,2	-2,9	14,9	0,5	14,4	11,2	4,3	6,9
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	13,5	4,6	8,8	0,9	0,0	0,9	0,5	2,2	-1,6	12,0	2,5	9,5
2008 Ene	3,8	1,4	2,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,4	0,7	2,7

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 euro<sup>1)</sup>

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007 Mar	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,83	3,72	3,64
Abr	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
May	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
Sep	1,16	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	4,39	4,68	3,95
Feb	1,21	4,12	4,19	3,25	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,32	3,93

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

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 Mar	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,25	8,26	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	8,50	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Feb	10,44	8,52	7,21	8,44	8,71	5,26	4,96	5,01	5,09	5,40	5,55	5,86	5,51

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

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2007 Mar		6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
Abr		6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
May		6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
Jun		6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
Jul		6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
Ago		6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
Sep		6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
Oct		6,53	5,95	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
Nov		6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
Dic		6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 Ene		6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,25
Feb		6,51	5,84	5,85	5,23	5,04	5,46	5,14

Fuente: BCE.

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

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

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

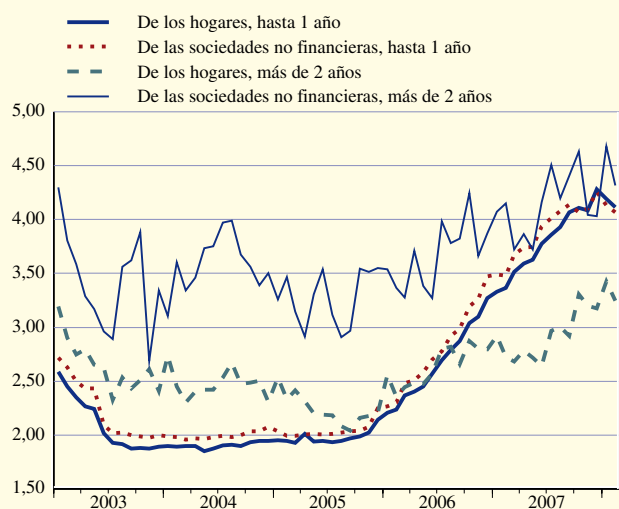
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Apr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
May	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
Jun	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
Sep	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
Oct	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
Nov	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
Dic	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,34	4,16	4,01
2008 Ene	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,20	4,01
Feb	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97

**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 Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84
Apr	5,14	4,48	4,80	8,68	6,96	5,97	5,50	4,95	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,99	4,90
Jun	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14
Oct	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
Nov	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
Dic	5,53	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 Ene	5,61	4,76	5,01	9,00	7,16	6,24	6,06	5,55	5,27
Feb	5,60	4,82	5,04	9,06	7,22	6,28	5,98	5,52	5,31

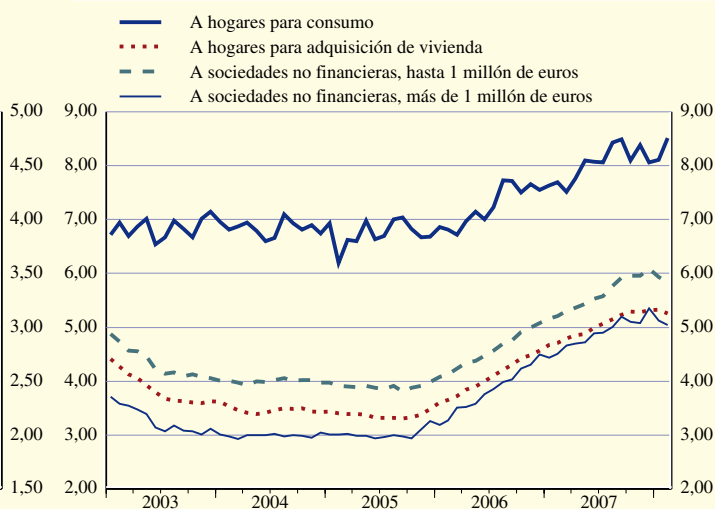
**C21 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

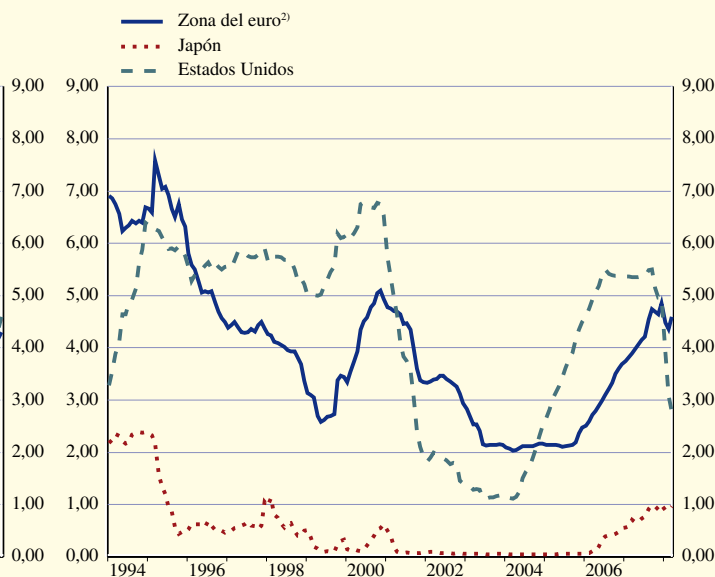
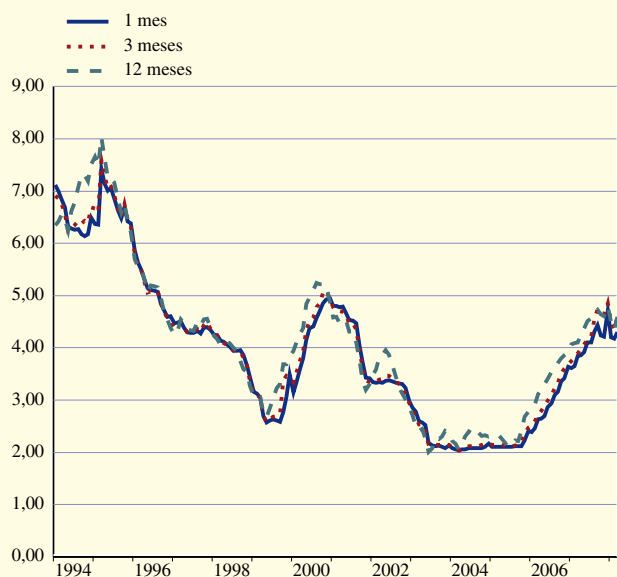
	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 I	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
2007 Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
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

#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>2)</sup>

(mensuales; en porcentaje)

#### C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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



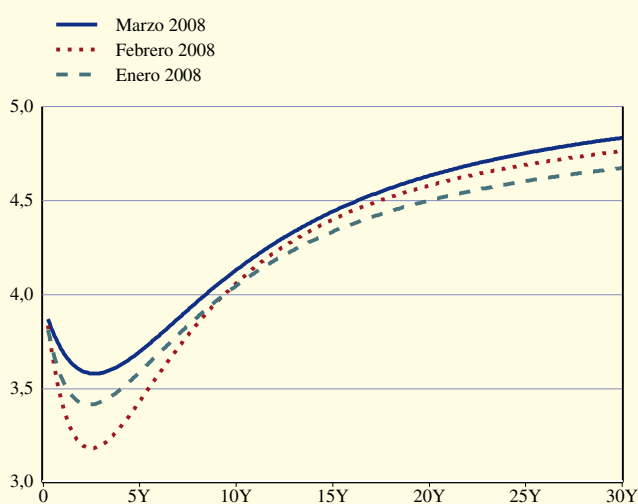
#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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
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

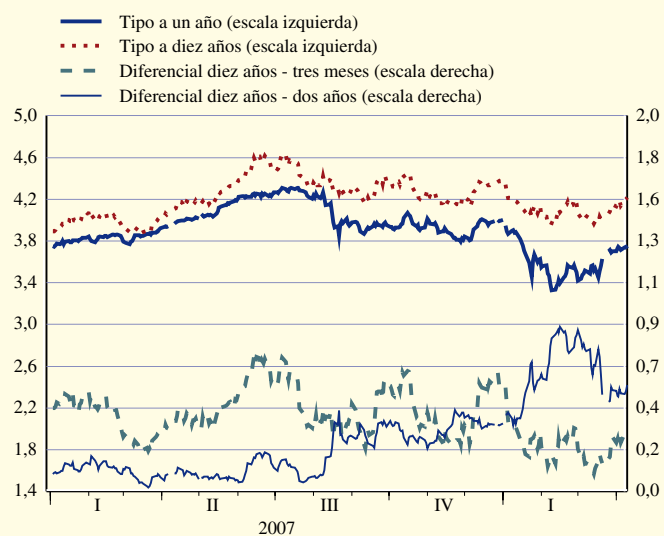
#### C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(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.

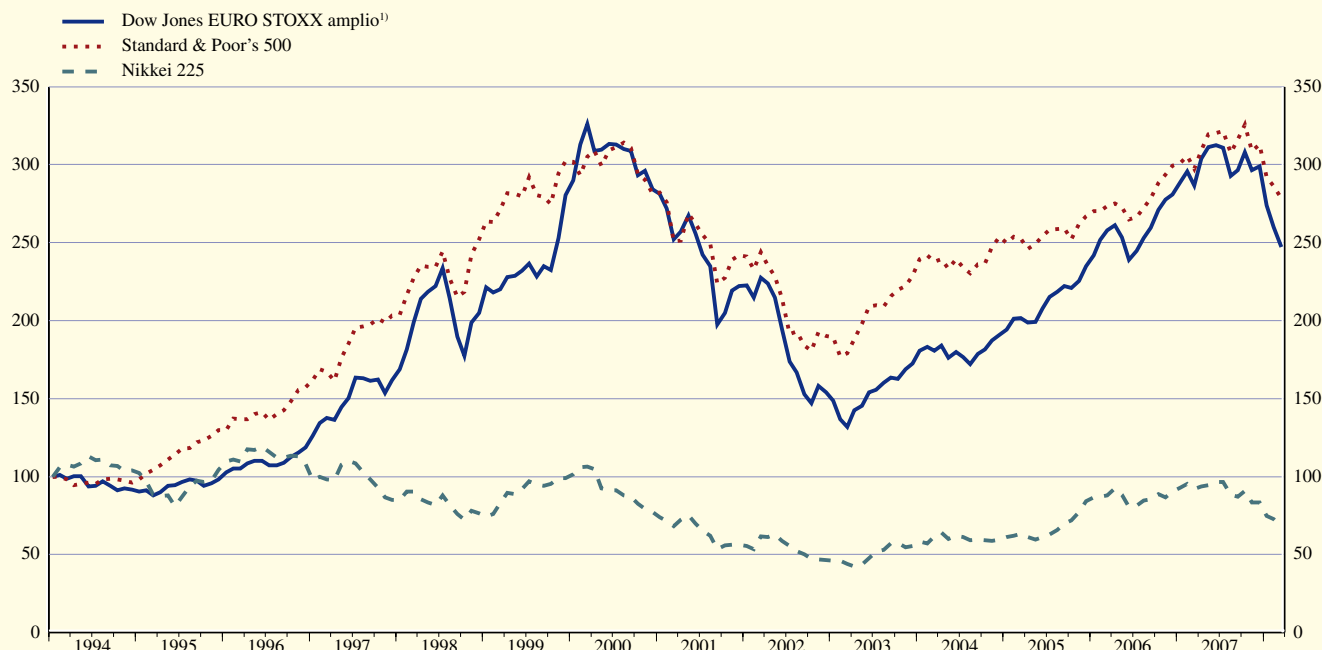
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 I	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2007 Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 Ene	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
Feb	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
Mar	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo<sup>1)</sup>

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>		
	Índice 2005 = 100	Total			Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía												
% del total <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	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	
2006 IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,7	0,6	0,2	-4,2	0,6	1,6	2,7	
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	
2007 Oct	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,1	0,7	0,1	0,6	0,2	2,7	1,8	
Nov	105,8	3,1	2,3	3,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,1	3,4	0,2	3,2	1,8	
Dic	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,2	3,3	1,8	
2008 Ene	105,8	3,2	2,3	3,7	2,5	0,3	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 <sup>4)</sup>	.	3,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>3)</sup>	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,0	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
2006 IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
III	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
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
2007 Sep	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2
Oct	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2
Nov	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	3,2
Dic	4,3	5,1	3,1	3,0	1,0	9,2	2,6	2,0	2,8	-2,3	3,0	3,2
2008 Ene	4,8	5,8	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,0	-2,9	3,0	3,2
Feb	5,2	6,5	3,2	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 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 <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>5)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
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	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	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	3,9	.	3,9	9,2	52,8
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	5,9	2,0	1,6	2,0	1,5	1,2	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,4	5,0 <sup>6)</sup>	-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	3,5	-	2,0	6,7	54,2
IV	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,2	.	23,5	1,6	61,0
2008 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	36,5	11,9	64,2
2007 Oct	120,5	3,3	3,9	3,2	3,9	1,5	3,3	1,8	3,6	4,3	-	-	19,5	3,5	57,7
Nov	121,6	4,3	4,8	3,2	3,6	1,5	3,7	1,9	4,0	8,1	-	-	26,9	-0,1	62,8
Dic	121,7	4,4	4,8	3,2	3,5	1,5	3,9	2,0	4,3	8,5	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 Ene	122,8	5,0	5,2	3,4	3,8	1,3	4,2	2,3	4,6	10,9	-	-	37,5	10,4	62,4
Feb	123,5	5,3	5,3	3,6	4,1	1,5	4,3	2,2	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,8	10,3	66,1

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>8)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,7	2,5	2,3	3,1	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,8	2,7	2,7	2,8	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,7	2,5	2,6	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,7	2,5	2,6	2,2	2,6	3,0	2,4	2,2
2006 IV	120,7	2,1	2,2	1,7	2,7	2,3	1,7	2,5
2007 I	121,5	2,2	2,3	2,0	2,5	1,9	2,1	2,0
II	122,3	2,6	2,8	2,3	2,9	3,1	2,4	2,3
III	123,1	2,5	2,6	2,3	2,2	3,4	2,5	2,2
IV	124,0	2,7	2,9	2,2	2,8	3,7	2,5	2,1

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

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

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

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

#### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,5	1,9	2,3	2,1	2,5	2,4	2,4	3,6
2006	113,6	1,9	2,3	2,2	1,9	2,7	2,7	3,8
2007	116,1	2,2	2,1	2,0	1,5	2,7	1,3	1,1
2006 IV	114,4	1,7	1,8	1,9	0,5	2,7	1,8	1,8
2007 I	115,1	2,1	1,8	1,8	1,5	3,0	1,3	0,4
II	115,9	2,2	1,9	1,8	0,8	2,8	1,4	0,6
III	116,3	2,1	2,0	1,8	1,6	2,5	1,0	0,6
IV	116,9	2,2	2,7	2,6	2,1	2,4	1,5	2,7

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2004	7.792,6	7.641,6	4.467,7	1.590,8	1.576,0	7,0	151,0	2.849,7	2.698,7
2005	8.075,0	7.967,6	4.634,8	1.654,9	1.664,5	13,3	107,4	3.063,2	2.955,9
2006	8.463,9	8.373,6	4.823,4	1.721,1	1.800,8	28,4	90,3	3.398,9	3.308,7
2007	8.873,2	8.740,3	4.991,2	1.785,0	1.925,9	38,2	132,8	3.650,9	3.518,1
2006 IV	2.154,6	2.118,6	1.221,0	434,0	463,8	-0,2	36,0	880,7	844,7
2007 I	2.185,1	2.153,3	1.227,1	441,2	474,4	10,5	31,8	890,2	858,4
II	2.207,1	2.170,2	1.242,6	444,0	477,2	6,4	36,9	904,2	867,3
III	2.231,2	2.199,0	1.254,4	448,8	484,1	11,8	32,2	923,6	891,4
IV	2.249,8	2.217,9	1.267,1	451,0	490,2	9,5	32,0	933,0	901,0
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,7	0,4	1,5	-	-
	Precios encadenados (correspondientes al año anterior y desestacionalizados) <sup>3)</sup>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 IV	0,8	0,2	0,5	0,5	1,5	-	-	3,3	1,7
2007 I	0,7	0,9	0,1	1,0	1,3	-	-	0,8	1,3
II	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	0,9	0,3
III	0,7	0,9	0,5	0,6	1,1	-	-	2,0	2,5
IV	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,8	-	-	0,6	-0,3
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,6	1,8	1,6	1,5	3,0	-	-	4,7	5,5
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,0	-	-	7,9	7,7
2007	2,6	2,2	1,5	2,2	4,3	-	-	6,0	5,2
2006 IV	3,2	2,4	2,1	2,3	5,5	-	-	9,0	7,1
2007 I	3,2	2,9	1,4	2,2	6,3	-	-	6,6	5,9
II	2,5	2,0	1,6	2,2	3,5	-	-	6,0	5,0
III	2,7	2,1	1,7	2,4	3,9	-	-	7,2	5,9
IV	2,2	1,9	1,1	1,8	3,2	-	-	4,4	3,8
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2006 IV	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 I	0,7	0,9	0,0	0,2	0,3	0,4	-0,2	-	-
II	0,3	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
III	0,7	0,9	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
IV	0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,4	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>								
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,8	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,2	0,9	0,4	0,9	0,0	0,4	-	-
2006 IV	3,2	2,4	1,2	0,5	1,1	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,2	2,8	0,8	0,5	1,3	0,2	0,3	-	-
II	2,5	2,0	0,9	0,5	0,7	-0,1	0,5	-	-
III	2,7	2,1	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,6	-	-
IV	2,2	1,9	0,6	0,4	0,7	0,2	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</b>								
2004	6.995,9	153,1	1.434,7	412,9	1.483,9	1.911,4	1.599,9	796,7
2005	7.235,5	141,6	1.467,5	439,9	1.520,3	2.004,2	1.662,0	839,5
2006	7.558,0	138,7	1.531,9	482,8	1.572,0	2.110,3	1.722,4	905,9
2007	7.920,3	150,1	1.614,0	520,3	1.633,2	2.218,9	1.783,8	952,9
2006 IV	1.921,8	35,3	389,6	125,0	400,4	536,9	434,7	232,8
2007 I	1.948,1	35,8	397,2	128,7	403,3	542,8	440,3	236,9
II	1.969,9	36,4	402,4	128,9	406,9	551,1	444,3	237,1
III	1.995,0	38,6	407,5	130,8	411,3	558,4	448,5	236,2
IV	2.007,2	39,3	406,9	131,9	411,7	566,6	450,8	242,7
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,6	20,6	28,0	22,5	-
<b>Precios encadenados (correspondientes al año anterior y desestacionalizados) <sup>1)</sup></b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 IV	0,8	0,3	0,9	1,2	0,8	0,9	0,3	1,3
2007 I	0,9	1,7	1,1	1,7	0,7	0,8	0,6	-0,5
II	0,5	-1,2	0,6	-1,4	0,7	0,6	0,5	-0,9
III	0,7	-0,5	1,3	0,3	0,9	0,7	0,3	0,7
IV	0,4	1,4	0,4	0,2	0,0	0,7	0,2	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,8	1,6	1,0
2005	1,6	-6,1	1,0	1,7	1,6	2,9	1,3	1,5
2006	2,7	-1,1	3,5	4,5	2,6	3,3	1,2	3,1
2007	2,8	1,3	3,6	3,0	3,1	3,1	1,7	0,5
2006 IV	3,3	0,6	4,1	5,3	3,6	3,7	1,4	2,9
2007 I	3,4	2,0	3,7	7,0	3,6	3,6	1,7	1,5
II	2,7	0,5	3,3	2,4	3,1	3,0	1,8	0,2
III	2,9	0,3	4,0	1,8	3,2	3,2	1,8	0,7
IV	2,5	1,4	3,5	0,8	2,4	3,0	1,6	-0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 IV	0,8	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 I	0,9	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
II	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
III	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,7	0,3	0,6	0,9	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2006 IV	3,3	0,0	0,8	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 I	3,4	0,0	0,8	0,4	0,7	1,0	0,4	-
II	2,7	0,0	0,7	0,2	0,7	0,8	0,4	-
III	2,9	0,0	0,8	0,1	0,7	0,9	0,4	-
IV	2,5	0,0	0,7	0,1	0,5	0,8	0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,4	0,4
2006	4,1	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	6,0	2,5	4,3	2,2	0,8	4,2
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,8	3,8	5,8	2,3	1,2	2,5	-0,4	3,4
2007 I	4,7	110,5	3,9	5,8	5,9	6,7	7,0	3,7	4,4	3,6	-7,6	10,9
II	3,0	111,1	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,4	2,2	-0,2	2,8
III	3,7	112,6	3,9	4,2	4,1	3,5	6,6	3,0	2,1	3,1	1,3	1,9
IV	2,7	112,9	3,1	2,6	2,4	2,0	5,1	0,8	-2,7	1,4	5,8	-0,5
2007 Ago	4,5	113,5	4,6	4,9	4,8	3,6	7,5	4,8	4,3	4,9	1,8	2,6
Sep	3,0	112,4	3,3	3,1	2,9	2,8	5,4	1,8	1,0	1,9	3,7	0,5
Oct	4,3	113,2	4,3	4,0	3,8	3,3	7,1	1,9	0,4	2,2	6,7	3,1
Nov	2,6	112,8	3,1	2,4	2,2	1,9	5,0	0,7	-3,8	1,5	6,2	-1,4
Dic	1,0	112,8	1,7	1,3	1,0	0,6	3,1	-0,3	-4,9	0,5	4,5	-3,6
2008 Ene	3,2	113,5	3,3	3,2	3,1	2,1	7,0	1,6	0,6	1,8	3,3	2,7
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 Ago	1,1	-	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8	3,6	1,4	1,1	-0,6
Sep	-1,0	-	-0,9	-1,3	-1,3	-1,5	-1,2	-1,6	-3,7	-1,2	0,4	-0,2
Oct	0,9	-	0,7	0,6	0,6	0,7	1,1	0,2	-0,2	0,3	0,7	1,4
Nov	-0,6	-	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7	-0,2	-0,4	-1,9	-0,2	0,2	-1,5
Dic	0,1	-	0,0	0,2	0,3	0,6	-0,3	0,0	-0,2	0,1	0,5	-0,1
2008 Ene	0,9	-	0,6	1,1	1,2	0,6	2,5	0,8	2,5	0,6	-4,2	2,2

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	109,2	3,9	110,7	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	3,5	108,3	1,5	0,2	2,4	2,6	4,1	968	3,0
2007	128,9	8,4	126,1	6,3	2,3	109,2	0,8	-0,3	1,6	2,9	1,6	963	-0,6
2007 I	125,3	7,9	124,2	7,5	2,7	109,3	1,7	0,7	2,7	4,3	4,4	956	-1,4
II	129,5	10,7	125,9	6,3	2,1	109,2	1,0	-0,3	1,6	2,9	2,4	952	-2,6
III	129,1	6,6	127,4	6,3	2,5	109,7	1,3	-0,6	2,6	5,5	2,3	963	2,1
IV	131,8	8,3	127,0	5,2	1,9	108,8	-0,5	-0,9	-0,3	-0,2	-1,8	980	0,3
2007 Sep	128,2	2,5	126,7	2,6	2,6	109,8	1,3	-0,2	2,6	9,4	0,7	969	2,1
Oct	131,9	11,3	127,4	9,4	3,1	109,2	0,9	0,6	1,2	1,8	-0,3	973	1,0
Nov	134,3	11,4	128,0	4,6	1,9	108,6	-0,7	-1,1	-0,6	-0,9	-2,5	964	-3,7
Dic	129,3	2,2	125,7	1,6	1,0	108,6	-1,5	-1,9	-1,3	-1,3	-2,6	1.004	4,0
2008 Ene	132,2	7,1	131,6	6,9	3,1	109,1	0,2	-1,6	1,7	2,4	0,4	959	-1,3
Feb	.	.	.	.	3,2	108,5	-0,2	-0,9	-0,4	.	.	989	5,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Sep	-	-0,7	-	-1,1	0,4	-	0,1	0,2	0,0	1,8	-1,3	-	0,5
Oct	-	2,9	-	0,6	-0,1	-	-0,5	-0,3	-0,6	-3,1	-0,5	-	0,5
Nov	-	1,8	-	0,4	-0,2	-	-0,6	-0,7	-0,4	-0,5	-0,8	-	-1,0
Dic	-	-3,7	-	-1,8	0,2	-	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,5	-	4,2
2008 Ene	-	2,2	-	4,7	0,8	-	0,5	0,0	0,9	1,7	0,7	-	-4,4
Feb	-	.	-	.	-0,3	-	-0,5	-0,2	-0,8	.	.	-	3,2

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

1) En el año 2000.

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

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



## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 I	109,4	6	7	4	14	84,4	-5	-2	-5	6	-8
II	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
III	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
IV	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 I	100,5	0	-1	7	10	.	-12	-7	-17	11	-12
2007 Oct	105,4	2	1	7	11	84,0	-6	-4	-6	5	-10
Nov	104,1	3	2	6	12	-	-8	-4	-11	7	-11
Dic	103,4	2	0	7	11	-	-9	-5	-12	8	-10
2008 Ene	101,7	1	-1	7	12	83,9	-12	-7	-17	11	-11
Feb	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
Mar	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13

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

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

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

## 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Ocupados

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

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,091	8,8	10,151	7,7	2,940	17,0	6,549	7,9	6,542	9,9
2005	13,316	8,8	10,363	7,8	2,953	17,2	6,711	8,0	6,605	9,9
2006	12,517	8,2	9,781	7,2	2,736	16,1	6,214	7,4	6,302	9,3
2007	11,361	7,4	8,882	6,5	2,479	14,8	5,583	6,6	5,777	8,4
2006 IV	11,992	7,9	9,334	6,9	2,658	15,7	5,931	7,0	6,061	8,9
2007 I	11,613	7,6	9,096	6,7	2,516	15,1	5,690	6,7	5,923	8,7
II	11,431	7,5	8,953	6,6	2,478	14,8	5,597	6,6	5,834	8,5
III	11,291	7,3	8,835	6,5	2,456	14,6	5,567	6,6	5,724	8,3
IV	11,102	7,2	8,660	6,3	2,442	14,6	5,476	6,4	5,626	8,2
2007 Sep	11,217	7,3	8,778	6,4	2,439	14,5	5,533	6,5	5,684	8,3
Oct	11,176	7,3	8,720	6,4	2,455	14,7	5,506	6,5	5,670	8,2
Nov	11,098	7,2	8,659	6,3	2,439	14,6	5,477	6,4	5,622	8,2
Dic	11,032	7,2	8,602	6,3	2,430	14,5	5,444	6,4	5,588	8,1
2008 Ene	10,968	7,1	8,548	6,2	2,420	14,4	5,390	6,3	5,578	8,1
Feb	10,910	7,1	8,502	6,2	2,408	14,4	5,364	6,3	5,546	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/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares		Empresas		Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital	
			3	4	5	6								
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,3	2,7	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8

### 2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
													6	7
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,3
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2000	47,7	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,9	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,4	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,7	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2005	47,5	43,6	10,4	5,1	3,0	25,2	22,4	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,5
2006	47,2	43,1	10,2	5,0	2,9	25,0	22,2	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,3

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1998	-2,3	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

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

	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
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	-6,5	0,5	-9,8	-3,1	-1,6	-2,9	-2,7	2,5
2004	0,0	-3,8	1,3	-7,3	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,9	-1,7	-1,2	-3,4	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,4	1,2	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,1	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,4	-1,6	2,9	-2,5	1,8	-2,5	-4,4	-1,2	0,7	-2,5	0,6	-1,4	-3,9	-1,2	3,8

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

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	74,1	2,8	16,2	6,4	48,8	55,6	28,4	13,6	13,7	18,4
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,6	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,2	50,5	48,8	25,3	13,8	9,6	23,2
2000	69,4	2,7	13,2	3,7	49,8	44,3	22,0	12,5	9,8	25,1
2001	68,3	2,8	12,4	4,0	49,2	42,1	20,6	11,2	10,3	26,3
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,1	40,2	19,3	10,7	10,1	28,0
2003	69,1	2,0	12,3	5,0	49,7	39,4	19,4	11,2	8,8	29,8
2004	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,4	32,0
2005	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4	35,5	17,3	10,9	7,2	34,8
2006	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7	32,9	17,6	8,4	6,9	35,7

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes <sup>5)</sup>	Otras monedas
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	0,9

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	98,6	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	68,9	6,3	69,3	52,0	64,6	56,9	27,9	44,3
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,4	72,7	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,2	67,8	27,4	98,0	43,0	66,7	106,2	69,1	6,2	70,8	52,3	63,4	63,7	27,4	41,4
2006	88,2	67,5	25,1	95,3	39,7	64,2	106,8	65,2	6,6	64,7	47,9	61,7	64,8	27,1	39,2

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

### 6.3 Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,5	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,0	1,0	-2,1	2,5

#### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>10)</sup>
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 III	43,4	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
II	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	41,9	41,4	9,7	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
II	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
III	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,4	40,9	9,5	12,8	15,3	1,7	0,7	0,4	0,3	38,0
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,0
III	42,6	42,1	10,6	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,2	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,9
2005 I	42,0	41,5	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,7	44,1	11,9	13,3	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,7
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,4
IV	49,4	48,6	13,4	14,3	16,1	3,0	0,9	0,8	0,3	44,2
2006 I	42,6	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,9	45,4	12,6	13,6	15,3	2,0	1,2	0,5	0,3	41,8
III	43,6	43,1	11,4	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,9	49,3	14,2	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	44,9
2007 I	42,4	42,0	10,4	13,4	14,9	1,7	0,9	0,4	0,3	39,0
II	46,3	45,9	13,1	13,7	15,2	1,9	1,2	0,5	0,3	42,2
III	43,8	43,4	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,2

### 2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2001 III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	26,0	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,1	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,8	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,1	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 I	46,9	43,2	10,3	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
II	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 I	45,6	42,4	10,1	4,5	3,0	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,3	-3,0	0,0
II	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
III	46,2	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
IV	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,6	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,6	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	45,0	41,7	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,0	3,3	2,4	0,9	1,3	4,4
III	44,6	41,2	9,6	4,6	2,9	24,0	20,8	1,2	3,5	2,5	0,9	-0,8	2,1

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero<sup>1)</sup>

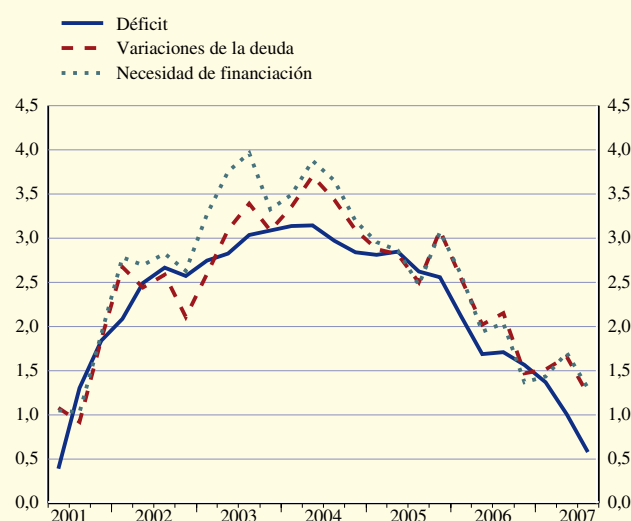
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 IV	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 I	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
II	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 I	70,7	2,5	11,7	4,9	51,5
II	70,8	2,5	11,6	4,9	51,8
III	70,3	2,5	11,6	4,7	51,4
IV	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7
2007 I	68,9	2,4	11,4	4,8	50,3
II	69,1	2,2	11,1	5,1	50,7
III	68,1	2,1	11,0	5,2	49,8

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación 11
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7			Acciones y otras participaciones 8	
2004 IV	-3,0	-1,5	-4,5	-3,3	-2,6	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 I	7,3	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,4	0,0	0,0	7,3
II	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
III	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
IV	-0,6	-1,3	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,4	-0,5
2006 I	4,9	-3,0	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,1
II	3,3	-0,1	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,6	-0,6	2,7
III	1,2	-2,6	-1,4	-0,9	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,7	1,0
IV	-3,1	-0,8	-3,8	-2,1	-1,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-2,9
2007 I	4,8	-2,1	2,7	1,8	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,3	1,2	5,2
II	3,8	1,3	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,7
III	-0,5	-0,8	-1,3	-1,8	-2,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,5	-0,6

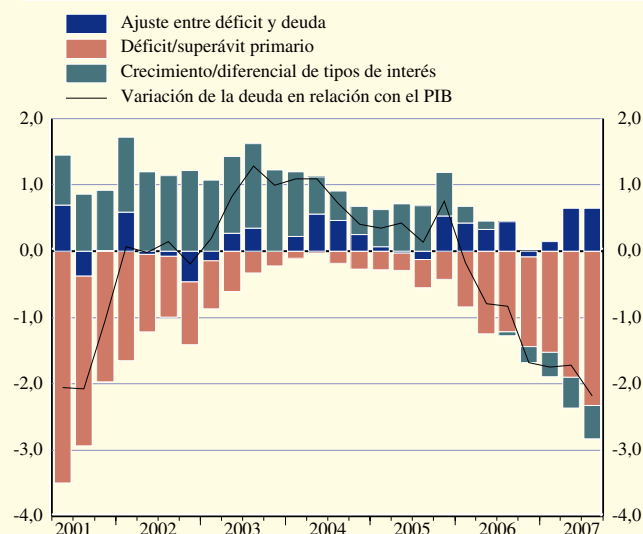
### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



### C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

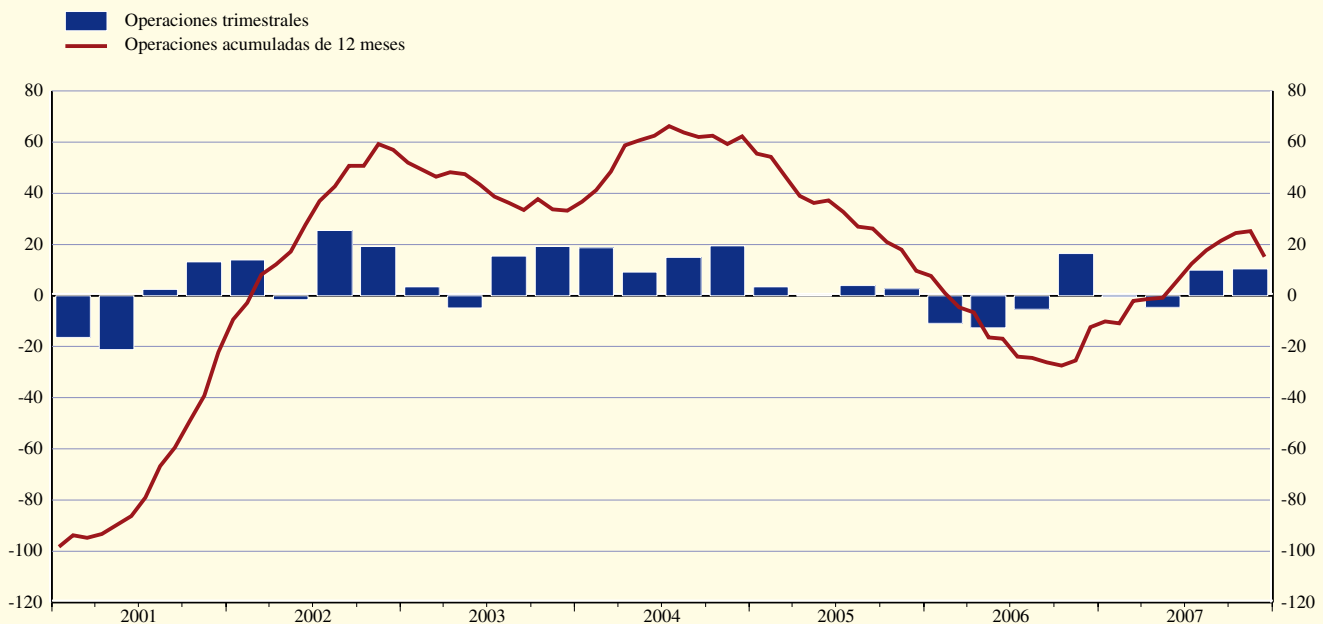
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(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	9,6	44,4	36,2	1,9	-72,9	11,5	21,1	27,7	-205,4	138,8	-16,4	92,9	17,8	-48,8
2006	-12,4	18,5	39,6	6,6	-77,2	9,2	-3,2	123,7	-131,3	273,7	2,5	-19,8	-1,4	-120,5
2007	15,2	55,8	47,2	-4,8	-83,0	14,5	29,8	9,4	-107,8	233,6	-122,0	10,3	-4,7	-39,1
2006 IV	16,5	16,1	8,5	7,4	-15,5	4,6	21,1	-37,4	-49,4	116,5	-2,7	-99,3	-2,6	16,3
2007 I	-0,5	7,4	8,4	4,9	-21,2	5,0	4,5	6,6	-13,6	128,8	-16,4	-90,8	-1,4	-11,1
II	-4,6	19,0	13,7	-20,9	-16,5	2,4	-2,2	16,6	-68,2	72,8	-23,2	39,5	-4,4	-14,4
III	10,0	16,9	16,0	2,4	-25,3	1,3	11,3	98,2	-38,1	75,5	-32,4	96,8	-3,5	-109,5
IV	10,4	12,5	9,1	8,7	-19,9	5,8	16,2	-112,0	12,1	-43,5	-50,0	-35,2	4,6	95,9
2007 Ene	-3,7	-4,4	1,2	1,2	-1,7	2,2	-1,5	43,3	-12,8	42,0	-4,2	21,2	-2,8	-41,8
Feb	-3,9	2,2	3,1	3,0	-12,1	1,1	-2,8	2,5	-3,3	22,7	-7,9	-8,4	-0,6	0,2
Mar	7,1	9,7	4,1	0,7	-7,4	1,6	8,7	-39,2	2,5	64,2	-4,3	-103,5	2,0	30,4
Abr	-4,5	4,3	3,5	-4,5	-7,7	0,6	-3,9	40,3	-8,7	0,0	-9,9	60,6	-1,6	-36,4
May	-12,5	3,9	3,8	-15,3	-4,9	1,8	-10,7	-4,0	-27,3	3,5	-2,9	23,4	-0,8	14,7
Jun	12,4	10,8	6,4	-1,0	-3,9	0,0	12,4	-19,8	-32,2	69,3	-10,4	-44,5	-2,0	7,4
Jul	5,0	7,4	5,4	-0,1	-7,8	0,8	5,8	47,3	-0,1	25,1	-12,9	38,0	-2,9	-53,0
Ago	0,5	3,5	4,1	1,2	-8,3	0,1	0,6	59,4	-0,7	0,9	-8,5	66,5	1,1	-60,0
Sep	4,6	6,0	6,5	1,3	-9,2	0,3	5,0	-8,5	-37,4	49,4	-11,0	-7,7	-1,7	3,5
Oct	3,7	8,1	3,5	2,4	-10,3	1,2	4,9	-79,6	21,7	-55,3	-6,9	-38,5	-0,5	74,6
Nov	2,4	5,8	2,5	1,0	-6,9	1,1	3,5	-11,3	11,4	8,3	-31,6	0,4	0,2	7,8
Dic	4,3	-1,4	3,1	5,4	-2,7	3,5	7,7	-21,2	-21,0	3,5	-11,5	2,9	4,9	13,4
2008 Ene	-19,1	-8,1	2,2	-3,1	-10,1	2,4	-16,7	29,1	-32,2	54,3	-12,7	26,4	-6,8	-12,3
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2008 Ene	-0,2	52,1	48,2	-9,1	-91,4	14,7	14,5	-4,8	-127,2	246,0	-130,6	15,6	-8,6	-9,7

### C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.



## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

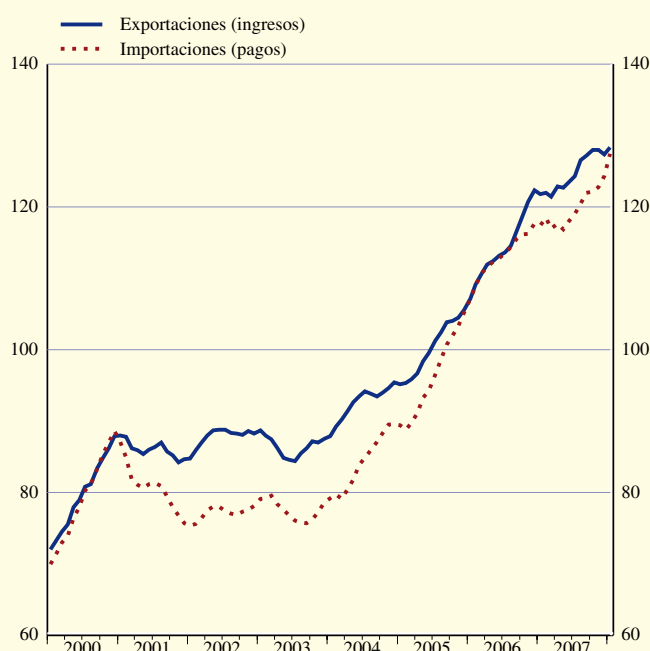
(mm de euros; operaciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.071,2	2.061,6	9,6	1.217,2	1.172,8	402,9	366,7	364,8	362,8	86,4	5,3	159,2	13,1	24,3	12,8
2006	2.369,3	2.381,7	-12,4	1.386,4	1.367,9	429,4	389,8	464,5	457,8	89,0	5,3	166,1	15,5	23,7	14,5
2007	2.592,5	2.577,2	15,2	1.498,1	1.442,3	469,1	421,9	536,7	541,5	88,6	-	171,5	-	25,8	11,3
2006 IV	639,8	623,3	16,5	373,6	357,5	109,8	101,3	127,8	120,5	28,5	1,4	44,0	4,4	8,9	4,2
2007 I	615,3	615,8	-0,5	359,7	352,3	105,7	97,3	122,6	117,7	27,3	1,4	48,5	4,6	7,8	2,8
II	646,9	651,5	-4,6	371,8	352,8	115,8	102,1	139,9	160,8	19,3	1,6	35,8	4,9	4,9	2,5
III	651,3	641,2	10,0	373,5	356,6	127,5	111,5	133,8	131,4	16,4	1,6	41,7	5,2	4,1	2,8
IV	679,1	668,7	10,4	393,1	380,6	120,1	111,0	140,4	131,7	25,5	-	45,4	-	9,0	3,2
2007 Nov	223,4	221,0	2,4	135,7	129,9	37,7	35,2	44,7	43,7	5,3	-	12,3	-	2,2	1,1
Dic	225,2	221,0	4,3	117,7	119,1	41,1	38,1	50,8	45,4	15,6	-	18,3	-	4,7	1,3
2008 Ene	213,4	232,5	-19,1	124,7	132,8	37,6	35,4	44,1	47,2	6,9	-	17,1	-	3,3	1,0
	Datos desestacionalizados														
2006 IV	625,8	621,1	4,7	366,9	353,0	109,9	99,7	124,0	124,9	25,0	-	43,5	-	-	-
2007 I	626,8	625,2	1,5	364,5	350,9	114,8	102,3	127,0	128,7	20,5	-	43,4	-	-	-
II	642,6	635,4	7,3	370,7	354,0	116,2	105,7	132,8	136,3	23,0	-	39,3	-	-	-
III	662,1	655,0	7,1	381,6	365,9	118,4	105,3	140,5	140,0	21,7	-	43,9	-	-	-
IV	660,2	661,3	-1,1	382,1	372,9	119,7	108,5	136,8	136,0	21,7	-	43,9	-	-	-
2007 Ago	221,3	218,6	2,8	128,2	121,5	39,8	35,5	46,2	46,8	7,2	-	14,8	-	-	-
Sep	222,1	221,3	0,7	127,9	123,5	39,8	35,0	47,4	48,1	6,9	-	14,7	-	-	-
Oct	221,2	219,0	2,2	128,0	121,5	39,4	36,0	47,0	46,3	6,7	-	15,2	-	-	-
Nov	221,3	221,0	0,3	128,1	123,6	39,8	35,9	47,1	47,5	6,3	-	14,0	-	-	-
Dic	217,8	221,3	-3,5	125,9	127,8	40,4	36,6	42,7	42,1	8,7	-	14,7	-	-	-
2008 Ene	224,3	235,0	-10,6	131,1	131,0	40,8	36,6	47,5	52,1	5,0	-	15,2	-	-	-

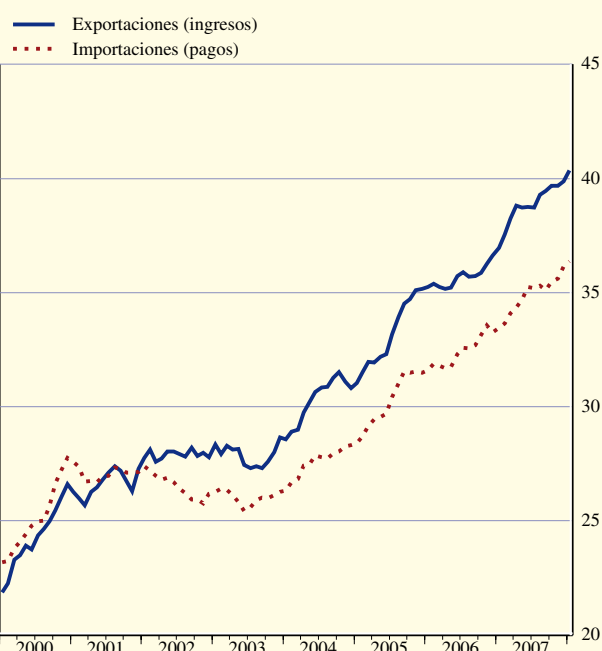
### C31 Bienes

(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	
2004	15,3	7,7	276,3	294,1	99,3	36,6	78,7	31,7	12,9	12,6	23,8	54,2	72,8	75,5	67,4	73,0
2005	15,4	9,3	349,4	353,6	126,7	31,6	89,2	-10,4	14,3	13,7	31,7	69,6	82,4	80,2	94,2	100,9
2006	16,1	10,0	448,4	447,9	151,1	26,7	94,0	40,0	18,6	16,7	39,1	99,1	102,0	86,8	137,6	151,4
2006 III	4,0	3,0	109,3	108,8	34,8	13,2	23,3	13,1	4,6	4,2	8,7	21,5	26,4	21,1	34,8	38,7
IV	4,2	2,6	123,7	117,9	42,5	7,6	26,3	8,9	5,2	5,0	8,3	19,1	28,0	23,3	39,6	44,2
2007 I	4,0	1,9	118,6	115,7	34,3	15,5	22,4	6,4	5,1	4,9	9,6	18,2	28,0	25,3	41,7	44,9
II	4,0	2,5	135,9	158,3	38,8	4,0	22,9	2,1	5,8	4,8	16,0	52,9	28,8	28,1	46,5	49,6
III	4,2	3,2	129,6	128,2	36,2	14,6	21,9	11,8	5,5	5,1	11,0	24,0	30,9	26,7	46,0	50,6

### 3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

IV 2006 a III 2007	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.553,2	970,4	54,1	84,7	505,9	265,3	60,3	29,9	34,0	72,7	28,3	56,3	87,1	165,1	402,4	707,0
Bienes	1.478,6	533,7	33,8	54,5	233,3	212,0	0,0	17,1	18,3	59,3	21,8	34,7	65,1	84,5	198,6	445,6
Servicios	458,8	165,8	9,5	12,5	111,8	26,0	5,9	4,5	6,7	10,1	4,9	10,6	9,9	45,0	80,4	120,9
Renta	524,1	204,1	10,0	16,5	146,6	24,5	6,4	8,1	8,3	3,1	1,7	10,8	12,0	29,6	115,4	131,1
Rentas de la inversión	507,8	198,5	9,9	16,4	144,9	24,3	3,0	8,1	8,3	3,1	1,7	10,7	11,9	23,1	113,9	128,5
Tranferencias corrientes	91,6	66,8	0,7	1,2	14,2	2,8	47,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,3	0,2	5,9	8,0	9,3
<b>Cuenta de capital</b>	25,7	21,1	0,0	0,0	0,9	0,1	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1	0,4	0,9	2,7
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.531,8	831,4	42,3	77,4	409,1	205,8	96,7	-	27,8	-	-	92,8	-	159,9	364,1	-
Bienes	1.419,2	416,1	28,3	49,5	172,3	166,0	0,0	23,2	12,6	159,7	17,9	55,2	85,4	73,6	135,5	439,8
Servicios	412,2	132,1	7,9	10,1	87,1	26,9	0,1	4,0	6,4	9,2	3,5	7,8	7,6	32,9	87,8	120,9
Renta	530,3	177,2	5,5	16,5	138,6	8,8	7,8	-	6,9	-	-	29,3	-	47,7	134,2	-
Rentas de la inversión	520,2	171,2	5,4	16,4	137,3	4,3	7,7	-	6,8	-	-	29,2	-	47,2	133,2	-
Tranferencias corrientes	170,1	106,1	0,6	1,3	11,1	4,1	88,9	1,4	1,9	2,1	0,6	0,4	0,5	5,7	6,6	44,9
<b>Cuenta de capital</b>	12,3	1,8	0,0	0,1	1,0	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,7	1,7	7,5
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	21,4	139,0	11,8	7,3	96,8	59,5	-36,4	-	6,1	-	-	-36,4	-	5,1	38,3	-
Bienes	59,5	117,7	5,6	5,0	61,0	46,1	0,0	-6,1	5,6	10,9	3,8	-20,5	-20,3	10,9	63,1	5,8
Servicios	46,6	33,7	1,6	2,4	24,7	-0,9	5,8	0,5	0,3	0,9	1,4	2,8	2,3	12,1	-7,4	0,0
Renta	-6,2	26,9	4,5	0,0	8,0	15,7	-1,3	-	1,4	-	-	-18,6	-	-18,1	-18,9	-
Rentas de la inversión	-12,4	27,3	4,5	0,0	7,6	20,0	-4,7	-	1,5	-	-	-18,5	-	-24,1	-19,3	-
Tranferencias corrientes	-78,5	-39,3	0,1	-0,1	3,1	-1,4	-40,9	-1,2	-1,2	-1,9	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	1,4	-35,6
<b>Cuenta de capital</b>	13,4	19,3	0,0	-0,1	0,0	-0,2	19,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,0	-0,3	-0,9	-4,8

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>1)</sup>			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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,7	4.076,4	-37,3	3.007,8	3.179,5	282,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,6	142,9	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,5	5.105,7	-46,2	3.778,7	4.025,5	321,4
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,8	156,0	-12,2	3.050,2	2.654,1	4.459,0	5.960,7	-43,6	4.402,3	4.611,5	327,3
2007 II	13.383,4	14.570,2	-1.186,8	154,1	167,7	-13,7	3.291,9	2.793,4	4.825,4	6.619,4	-11,5	4.951,2	5.157,4	326,3
III	13.617,7	14.930,0	-1.312,4	154,9	169,9	-14,9	3.347,2	2.869,0	4.832,5	6.673,2	-0,6	5.097,8	5.387,8	340,8
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,3	490,6	-17,6	301,8	241,2	-24,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,3	25,7	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	770,8	846,0	39,4
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,2	19,5	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,6	586,1	5,8
2007 II	583,1	690,0	-106,8	26,3	31,2	-4,8	178,2	87,7	219,1	355,9	14,1	178,6	246,3	-6,8
III	234,3	359,8	-125,5	10,6	16,3	-5,7	55,3	75,6	7,1	53,8	10,9	146,5	230,4	14,5
<b>Operaciones</b>														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,8	416,5	8,3	309,2	287,8	-12,4
2005	1.331,0	1.358,7	-27,7	16,4	16,8	-0,3	351,1	145,7	413,3	552,1	16,4	568,0	660,9	-17,8
2006	1.577,4	1.701,1	-123,7	18,6	20,1	-1,5	323,7	192,4	535,7	809,5	-2,5	719,1	699,3	1,4
2007	1.820,1	1.829,5	-9,4	20,5	20,6	-0,1	379,4	271,6	409,0	642,6	122,0	905,0	915,3	4,7
2007 II	488,6	505,2	-16,6	22,1	22,8	-0,7	114,2	46,0	151,6	224,4	23,2	195,2	234,8	4,4
III	404,8	503,0	-98,2	18,4	22,8	-4,5	108,3	70,2	34,1	109,6	32,4	226,4	323,2	3,5
IV	296,5	184,5	112,0	12,8	8,0	4,8	65,6	77,8	76,2	32,7	50,0	109,3	74,1	-4,6
2007 Sep	257,6	250,9	6,7	.	.	.	56,6	19,3	-7,6	41,3	11,1	197,4	190,4	0,0
Oct	235,7	156,1	79,6	.	.	.	23,4	45,1	68,4	13,1	6,9	136,4	98,0	0,5
Nov	162,1	150,8	11,3	.	.	.	19,9	31,3	35,3	43,6	31,6	75,5	75,9	-0,2
Dic	-101,2	-122,4	21,2	.	.	.	22,3	1,3	-27,5	-24,0	11,5	-102,6	-99,8	-4,9
2008 Ene	280,6	309,7	-29,1	.	.	.	45,1	12,8	13,6	68,0	12,7	202,4	228,9	6,8
<b>Otros flujos</b>														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,7	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-20,2	91,3	-111,5	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,5	74,1	-25,9	-7,4	-46,7	-12,2
2005	797,0	719,1	77,9	9,8	8,9	1,0	130,7	56,8	431,6	477,2	-25,3	202,8	185,1	57,2
2006	-120,2	-50,4	-69,7	-1,4	-0,6	-0,8	-70,0	17,2	35,7	45,6	5,1	-95,5	-113,2	4,4
2007 II	94,5	184,8	-90,3	4,3	8,3	-4,1	64,0	41,7	67,5	131,4	-9,1	-16,7	11,6	-11,1
III	-170,5	-143,2	-27,3	-7,7	-6,5	-1,2	-53,1	5,3	-27,1	-55,8	-21,5	-79,8	-92,8	11,0
<b>Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio</b>														
2003	-446,7	-174,5	-272,3	-5,9	-2,3	-3,6	-110,8	32,2	-108,3	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,2
2004	-182,4	-138,3	-44,1	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	372,0	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,4	.	149,5	117,2	18,7
2006	-292,5	-140,6	-151,9	-3,5	-1,7	-1,8	-65,9	14,4	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2003	135,3	158,6	-23,2	1,8	2,1	-0,3	59,8	32,7	95,8	125,8	-21,0	.	.	0,7
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	286,8	351,2	-64,4	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,4	-25,3	.	.	42,2
2006	317,2	272,1	45,1	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,9	226,0	5,1	.	.	16,4
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2003	156,6	-39,7	196,3	2,1	-0,5	2,6	66,7	56,2	94,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	-0,1
2004	42,2	-13,4	55,6	0,5	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,4	-48,7	.	63,5	7,8	-0,5
2005	138,0	146,2	-8,3	1,7	1,8	-0,1	-25,9	22,0	114,4	56,4	.	53,4	67,9	-3,9
2006	-144,9	-181,9	37,0	-1,7	-2,1	0,4	-78,8	-43,4	-100,2	-129,3	.	30,9	-9,2	3,2
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	15,0	13,9	-	.	.	.	14,8	6,5	13,0	13,1	.	18,3	20,2	-5,8
2006	14,9	14,8	-	.	.	.	11,8	7,9	13,9	16,0	.	19,3	17,5	0,4
2007 II	17,2	16,0	-	.	.	.	12,2	6,9	13,9	16,7	.	24,5	20,5	3,6
III	17,2	16,4	-	.	.	.	12,8	8,1	11,2	15,3	.	25,7	22,6	3,7
IV	14,9	13,8	-	.	.	.	12,4	10,2	9,1	10,7	.	20,6	19,8	1,5

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

## 7.3 Cuenta financiera

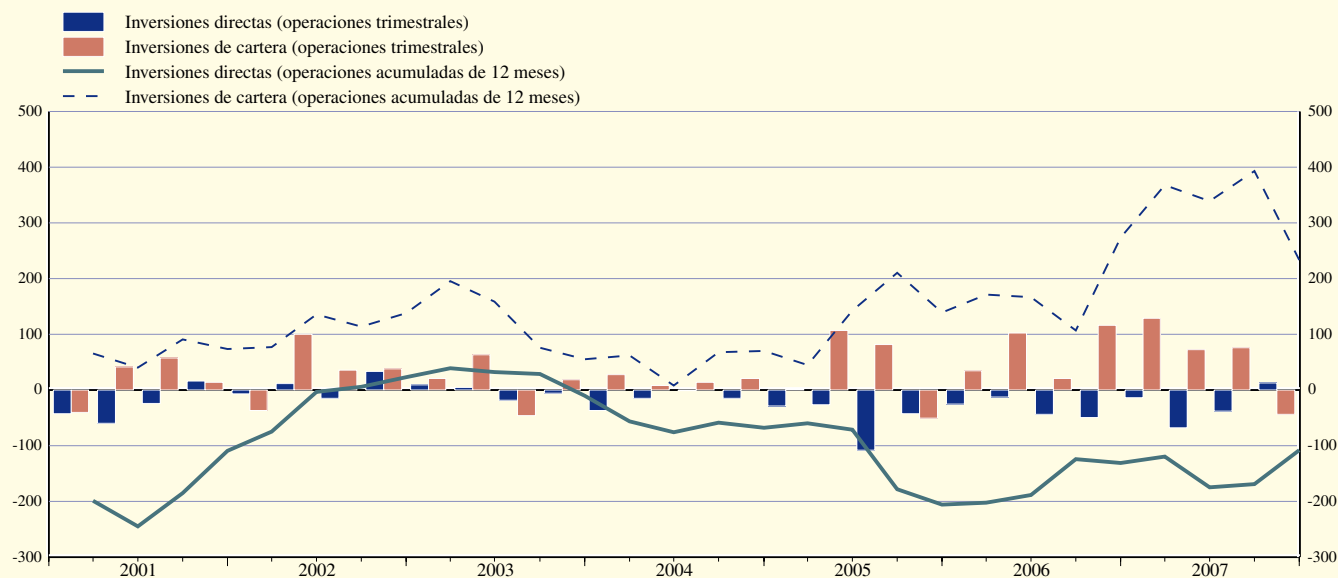
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual, saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

### 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 II	3.291,9	2.653,1	219,5	2.433,6	638,8	7,6	631,2	2.793,4	2.143,5	59,4	2.084,1	649,9	13,5	636,3
III	3.347,2	2.702,6	231,8	2.470,9	644,6	7,1	637,5	2.869,0	2.196,4	59,9	2.136,5	672,6	13,8	658,8
Operaciones														
2005	351,1	292,4	12,1	280,3	58,7	0,2	58,5	145,7	115,5	1,2	114,2	30,3	-0,3	30,6
2006	323,7	253,5	31,1	222,4	70,2	0,0	70,2	192,4	167,4	5,6	161,8	25,0	0,1	24,9
2007 I	91,2	58,8	4,7	54,1	32,3	-2,1	34,4	77,6	48,4	1,0	47,4	29,2	-0,8	30,0
II	114,2	89,5	5,9	83,6	24,7	1,5	23,2	46,0	48,7	-1,0	49,7	-2,7	0,9	-3,6
III	108,3	75,2	15,4	59,8	33,1	-0,6	33,7	70,2	41,8	0,6	41,2	28,5	0,3	28,1
IV	65,6	53,3	-8,9	62,2	12,4	0,6	11,7	77,8	42,7	1,5	41,2	35,1	1,5	33,6
2007 Sep	56,6	38,8	11,1	27,7	17,8	0,8	17,0	19,3	16,4	0,4	16,0	2,9	1,0	1,9
Oct	23,4	23,4	-12,1	35,5	0,0	-0,6	0,6	45,1	30,1	0,2	29,9	15,1	-0,2	15,3
Nov	19,9	10,9	2,5	8,3	9,1	-0,5	9,6	31,3	7,0	0,4	6,6	24,3	1,6	22,8
Dic	22,3	19,0	0,7	18,4	3,3	1,7	1,5	1,3	5,6	1,0	4,6	-4,3	0,1	-4,4
2008 Ene	45,1	33,0	6,7	26,3	12,1	0,3	11,8	12,8	6,7	0,3	6,4	6,1	0,9	5,3
Tasas de crecimiento														
2005	14,8	15,1	8,1	15,7	13,4	-1,1	13,5	6,5	6,9	2,4	7,0	5,2	-4,4	5,3
2006	11,8	11,3	18,3	10,7	13,8	-2,2	13,9	7,9	9,1	10,1	9,1	4,2	-0,2	4,3
2007 II	12,2	11,1	18,6	10,5	17,0	-47,6	17,3	6,9	7,2	4,7	7,3	5,8	-11,6	6,0
III	12,8	11,1	19,7	10,3	20,7	-37,5	21,0	8,1	7,7	2,6	7,8	9,7	-1,5	9,8
IV	12,4	11,2	8,2	11,4	18,0	-42,2	18,3	10,2	8,9	3,5	9,1	14,5	10,3	14,5

### C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total		IFM		No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario						
		Total	Euro-sistema	IFM	Euro-sistema		No IFM	Total	IFM	Euro-sistema	No IFM	Total	IFM	Euro-sistema	No IFM	AAPP
						AAPP										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	3.887,5	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,1	710,6	8,8	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,0	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,5	846,0	11,0	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 II	4.825,4	2.177,4	151,4	3,0	2.026,0	41,2	2.221,2	936,1	11,4	1.285,1	14,7	426,8	339,4	8,1	87,4	10,0
III	4.832,5	2.180,0	139,9	2,8	2.040,1	42,1	2.251,6	935,1	11,7	1.316,5	15,5	400,9	315,2	8,1	85,7	9,7
Operaciones																
2005	413,3	134,2	14,4	0,1	119,8	3,4	261,6	118,5	0,8	143,1	0,8	17,5	14,7	-0,1	2,8	-0,1
2006	535,7	155,7	18,0	0,0	137,7	6,2	311,5	173,6	2,6	137,9	1,1	68,5	56,2	8,0	12,3	-0,1
2007 II	151,6	11,4	4,8	0,0	6,5	1,4	116,2	66,0	0,3	50,2	0,5	24,1	13,7	0,1	10,4	4,3
III	34,1	7,2	-8,4	0,0	15,6	2,0	43,3	12,2	0,4	31,1	0,9	-16,4	-14,3	0,0	-2,1	-0,2
IV	76,2	12,3	13,0	0,0	-0,7	-	60,8	16,9	1,0	43,9	-	3,1	16,9	0,3	-13,8	-
2007 Sep	-7,6	-2,1	2,8	0,0	-4,8	.	5,0	-7,4	-0,1	12,4	.	-10,4	-13,3	0,1	2,8	.
Oct	68,4	10,2	9,4	0,0	0,8	.	32,4	12,7	0,3	19,6	.	25,8	27,2	0,0	-1,4	.
Nov	35,3	9,0	2,3	0,0	6,8	.	37,3	33,1	0,5	4,2	.	-11,1	-2,6	-0,4	-8,5	.
Dic	-27,5	-6,9	1,3	0,0	-8,2	.	-8,9	-28,9	0,3	20,0	.	-11,7	-7,8	0,7	-3,9	.
2008 Ene	13,6	-19,2	-10,0	0,0	-9,3	.	-3,5	9,4	-0,3	-13,0	.	36,4	37,3	0,0	-0,9	.
Tasas de crecimiento																
2005	13,0	9,8	18,1	5,9	9,3	19,7	17,0	20,8	9,3	14,7	8,0	6,1	6,2	-6,6	4,1	-8,3
2006	13,9	9,0	17,9	0,9	8,5	21,8	17,3	24,9	30,5	12,4	10,1	21,9	22,3	1.022,8	22,4	-20,5
2007 II	13,9	5,0	35,1	0,2	3,2	14,8	19,6	28,5	56,0	13,8	23,6	33,1	30,6	12,3	44,6	56,5
III	11,2	3,5	29,0	0,1	2,0	16,9	17,5	21,7	52,3	14,6	28,6	18,8	14,3	11,3	39,5	156,7
IV	9,1	2,3	23,2	0,3	1,0	-	15,4	17,7	22,7	13,9	-	12,2	12,7	-3,1	10,5	-

#### 4. Inversiones de cartera: pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones								
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
					Total	IFM	No IFM	AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP	
		1	2	3									4
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5	
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6	
2007 III	6.673,2	3.316,2	807,5	2.509,0	2.994,5	974,4	2.020,2	1.271,5	362,5	144,8	217,7	193,2	
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Operaciones													
2005	552,1	262,9	-	-	235,5	-	-	-	53,7	-	-	-	
2006	809,5	308,5	97,1	211,8	497,3	213,2	285,5	150,6	3,6	30,1	-27,1	-19,4	
2007 II	224,4	70,7	16,4	54,3	117,2	44,7	72,5	48,4	36,6	14,7	21,9	19,9	
III	109,6	43,3	22,7	20,7	52,8	26,8	26,0	25,4	13,5	2,1	11,4	12,2	
IV	32,7	-4,8	-19,9	15,1	71,9	17,5	54,4	-	-34,4	4,2	-38,6	-	
2007 Sep	41,3	18,7	.	.	14,8	.	.	.	7,7	.	.	.	
Oct	13,1	3,2	.	.	20,5	.	.	.	-10,6	.	.	.	
Nov	43,6	0,1	.	.	46,3	.	.	.	-2,7	.	.	.	
Dic	-24,0	-8,0	.	.	5,1	.	.	.	-21,1	.	.	.	
2008 Ene	68,0	36,7	.	.	24,4	.	.	.	6,8	.	.	.	
Tasas de crecimiento													
2005	13,1	13,6	.	.	11,1	.	.	.	23,9	.	.	.	
2006	16,0	12,5	18,1	11,0	21,8	31,5	17,8	13,3	1,2	28,9	-13,4	-12,1	
2007 II	16,7	12,1	22,3	9,2	21,5	34,5	16,2	11,5	18,7	42,1	6,0	13,7	
III	15,3	10,9	17,8	8,9	19,5	28,3	15,7	12,8	21,9	35,8	13,9	21,1	
IV	10,7	7,5	10,9	6,4	14,1	18,2	12,3	-	12,4	20,1	6,9	-	

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
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	3.778,7	6,8	6,5	0,4	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.402,3	10,2	9,8	0,4	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 II	4.951,2	18,2	17,9	0,3	3.341,1	3.272,4	68,6	126,0	13,7	67,1	27,5	1.466,0	197,7	1.112,8	425,0
III	5.097,8	20,5	20,2	0,3	3.359,0	3.291,6	67,4	106,1	13,6	48,0	13,3	1.612,2	196,7	1.265,8	428,6
Operaciones															
2005	568,0	1,2	1,1	0,0	397,1	393,9	3,1	-4,6	0,0	-5,8	2,4	174,3	8,9	148,5	3,4
2006	719,1	3,3	3,2	0,0	521,6	517,6	4,1	-1,8	0,0	-2,6	3,1	196,0	5,4	178,1	26,4
2007 II	195,2	3,5	3,5	0,0	135,4	131,2	4,2	17,6	0,0	17,1	17,4	38,7	2,4	30,2	-3,0
III	226,4	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,9	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	166,9	2,6	163,9	6,5
IV	109,3	0,6	-	-	60,5	-	-	2,0	-	-	0,1	46,1	-	-	-12,1
2007 Sep	197,4	-0,6	-	-	30,7	-	-	0,5	-	-	0,9	166,8	-	-	20,7
Oct	136,4	1,4	-	-	101,2	-	-	-4,3	-	-	-4,3	38,2	-	-	10,2
Nov	75,5	-1,3	-	-	56,9	-	-	3,4	-	-	4,3	16,5	-	-	-8,5
Dic	-102,6	0,6	-	-	-97,6	-	-	2,9	-	-	0,0	-8,6	-	-	-13,8
2008 Ene	202,4	2,5	-	-	186,9	-	-	-3,6	-	-	-3,8	16,6	-	-	10,6
Tasas de crecimiento															
2005	18,3	22,0	22,6	13,6	19,3	19,7	5,9	-3,5	0,2	-9,2	12,6	19,1	5,2	23,2	1,3
2006	19,3	47,7	50,0	9,8	21,1	21,4	7,3	-1,5	0,0	-4,3	26,1	17,6	2,9	22,5	7,4
2007 II	24,5	98,0	101,2	11,2	28,8	28,9	22,4	3,4	0,0	4,4	32,9	16,8	2,0	20,5	5,8
III	25,7	125,9	130,2	10,2	26,0	26,2	15,0	-2,3	-0,8	-6,9	11,4	26,7	4,8	33,6	9,5
IV	20,6	106,2	-	-	19,2	-	-	-5,0	-	-	-11,9	25,2	-	-	8,2

#### 6. Otras inversiones: pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 II	5.157,4	116,1	115,9	0,3	3.895,6	3.833,3	62,3	51,5	0,0	46,3	5,2	1.094,2	148,3	843,5	102,4
III	5.387,8	114,1	113,8	0,3	3.961,2	3.896,0	65,2	55,3	0,0	49,2	6,1	1.257,3	154,1	1.002,1	101,0
Operaciones															
2005	660,9	6,7	6,7	0,0	487,0	485,4	1,6	-2,1	0,0	-1,9	-0,3	169,4	13,7	149,2	6,5
2006	699,3	18,6	18,5	0,0	497,1	493,8	3,2	1,4	0,0	1,5	-0,1	182,2	11,8	159,5	11,0
2007 II	234,8	10,9	10,9	-0,1	179,6	177,4	2,2	0,0	0,0	-0,9	0,9	44,2	4,8	38,9	0,4
III	323,2	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,3	0,8	3,9	0,0	3,1	0,8	181,4	3,9	178,9	-1,4
IV	74,1	24,5	-	-	46,7	-	-	-1,4	-	-	-	4,3	-	-	-
2007 Sep	190,4	1,2	-	-	36,4	-	-	1,4	-	-	-	151,4	-	-	-
Oct	98,0	3,9	-	-	89,1	-	-	1,8	-	-	-	3,2	-	-	-
Nov	75,9	5,0	-	-	61,2	-	-	2,8	-	-	-	6,9	-	-	-
Dic	-99,8	15,6	-	-	-103,6	-	-	-6,0	-	-	-	-5,8	-	-	-
2008 Ene	228,9	6,9	-	-	199,1	-	-	4,0	-	-	-	18,8	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2005	20,2	8,9	8,9	4,3	19,1	19,5	4,3	-4,7	10,3	-4,5	-7,2	28,0	11,5	34,4	13,1
2006	17,5	22,6	22,6	6,6	16,2	16,4	6,0	3,0	-24,1	3,6	-3,2	22,9	8,8	26,9	15,6
2007 II	20,5	28,5	28,6	14,4	21,9	22,0	14,4	10,8	7,9	9,4	27,5	15,2	6,3	16,8	16,9
III	22,6	20,6	20,7	8,4	20,3	20,5	10,5	4,3	17,8	1,1	43,7	31,3	6,9	39,0	8,6
IV	19,8	39,7	-	-	18,3	-	-	8,3	-	-	-	22,9	-	-	-

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	Pasivos	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 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
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 Dic	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	-	-	-	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 Ene	374,8	219,6	353,655	4,7	3,6	146,9	12,1	26,7	107,8	-	-	-	0,3	0,0	38,5	-43,4
Feb	375,3	226,2	353,161	4,6	3,5	140,9	7,3	26,5	106,6	-	-	-	0,5	0,1	28,4	-27,3
	Operaciones															
2005	-17,8	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,5	-0,3	-7,0	1,7	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,4	-4,2	-	0,5	-5,2	10,3	-6,1	2,8	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2007 II	4,4	-0,7	-	0,1	0,5	4,4	0,8	0,5	3,1	0,1	2,3	0,7	0,0	0,0	-	-
III	3,5	-1,2	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,8	2,1	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,0	-	-
IV	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasas de crecimiento															
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,5	-3,9	-2,4	-24,0	1,6	2,2	7,2	-7,9	21,4	6,7	-	-
2006	0,4	-2,4	-	11,6	-48,7	7,7	-48,5	12,7	13,3	0,0	29,2	-15,4	-75,1	-8,9	-	-
2007 II	3,6	-1,8	-	15,5	-34,1	12,5	5,7	25,1	10,0	-52,6	22,3	-17,8	-70,8	0,0	-	-
III	3,7	-1,9	-	10,7	-32,4	12,5	75,0	14,2	9,4	-29,8	19,0	-14,6	-98,8	0,0	-	-
IV	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2006</b>	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
<b>Inversiones directas</b>	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
<b>Inversiones de cartera</b>	4.459,0	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,1
Acc. y participaciones	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Valores distintos de acciones	2.444,9	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,0
Bonos y obligaciones	2.067,5	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,5
Instrum. mercado monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
<b>Otras inversiones</b>	-209,3	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	24,1
Activos	4.402,3	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	657,9
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.956,4	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	387,8
Otros sectores	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Pasivos	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
AAPP	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Otros sectores	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
<b>IV 2006 a III 2007</b>	Operaciones acumuladas														
<b>Inversiones directas</b>	169,3	42,5	-5,5	4,4	15,8	28,0	-0,1	20,9	0,9	-8,5	21,8	-9,2	23,3	0,0	77,7
En el exterior	382,8	119,0	2,0	6,5	81,0	29,5	0,0	28,7	3,4	3,3	32,5	77,0	42,0	0,0	83,6
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	269,7	65,4	1,8	2,7	35,4	25,5	0,0	18,4	2,2	3,0	19,0	68,2	29,7	0,0	63,8
Otro capital	113,0	53,6	0,2	3,8	45,6	4,0	0,0	10,3	1,2	0,3	13,5	8,8	12,3	0,0	13,0
En la zona del euro	213,5	76,5	7,5	2,1	65,2	1,5	0,1	7,8	2,5	11,9	10,7	86,3	18,7	0,0	-0,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	154,1	56,6	7,5	0,8	47,9	0,3	0,1	0,4	0,4	8,3	6,4	69,2	6,6	0,0	6,2
Otro capital	59,3	19,9	0,0	1,3	17,3	1,3	0,0	7,3	2,1	3,6	4,3	17,1	12,2	0,0	-7,0
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	479,7	134,3	10,8	17,1	95,6	3,7	7,1	5,8	-2,0	-6,6	-1,0	173,3	78,4	-1,9	99,5
Acc. y participaciones	68,2	-0,8	2,4	2,0	-3,4	-1,9	0,2	-1,0	-2,5	-2,0	-3,8	21,5	33,3	0,0	23,4
Valores distintos de acciones	411,6	135,1	8,4	15,1	99,1	5,6	6,9	6,8	0,5	-4,7	2,7	151,8	45,1	-2,0	76,0
Bonos y obligaciones	344,8	105,6	8,2	14,9	72,1	3,9	6,4	5,6	0,5	1,9	2,4	127,6	27,2	-1,8	75,8
Instrum. mercado monetario	66,8	29,5	0,2	0,2	26,9	1,7	0,6	1,3	0,0	-6,5	0,3	24,2	17,9	-0,2	0,2
<b>Otras inversiones</b>	53,7	112,1	25,3	-10,2	78,9	34,8	-16,6	-4,4	0,4	-33,7	-3,8	-116,9	56,8	0,1	43,0
Activos	1.062,1	549,2	24,7	-1,3	473,5	49,1	3,2	3,3	4,2	-16,7	38,9	260,4	93,1	9,4	120,2
AAPP	-2,3	-2,2	1,2	-0,8	-2,9	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,9	-1,2
IFM	723,2	408,0	22,0	2,6	335,1	48,0	0,4	-0,9	1,9	-8,8	39,0	96,4	82,3	8,6	96,7
Otros sectores	341,2	143,4	1,5	-3,0	141,3	1,2	2,4	4,2	2,3	-8,3	0,0	164,1	10,8	0,0	24,7
Pasivos	1.008,4	437,1	-0,6	8,9	394,6	14,3	19,8	7,7	3,8	17,0	42,7	377,3	36,4	9,3	77,2
AAPP	2,4	6,2	-0,2	0,0	-1,6	0,0	8,0	0,0	0,0	-0,2	-2,6	0,3	0,1	0,2	-1,6
IFM	707,0	366,3	-1,3	6,9	344,4	10,5	5,8	5,7	2,9	17,0	27,6	186,4	28,0	9,0	64,1
Otros sectores	299,0	64,5	0,9	2,0	51,8	3,8	6,0	2,0	0,9	0,2	17,7	190,6	8,3	0,1	14,7

Fuente: BCE.



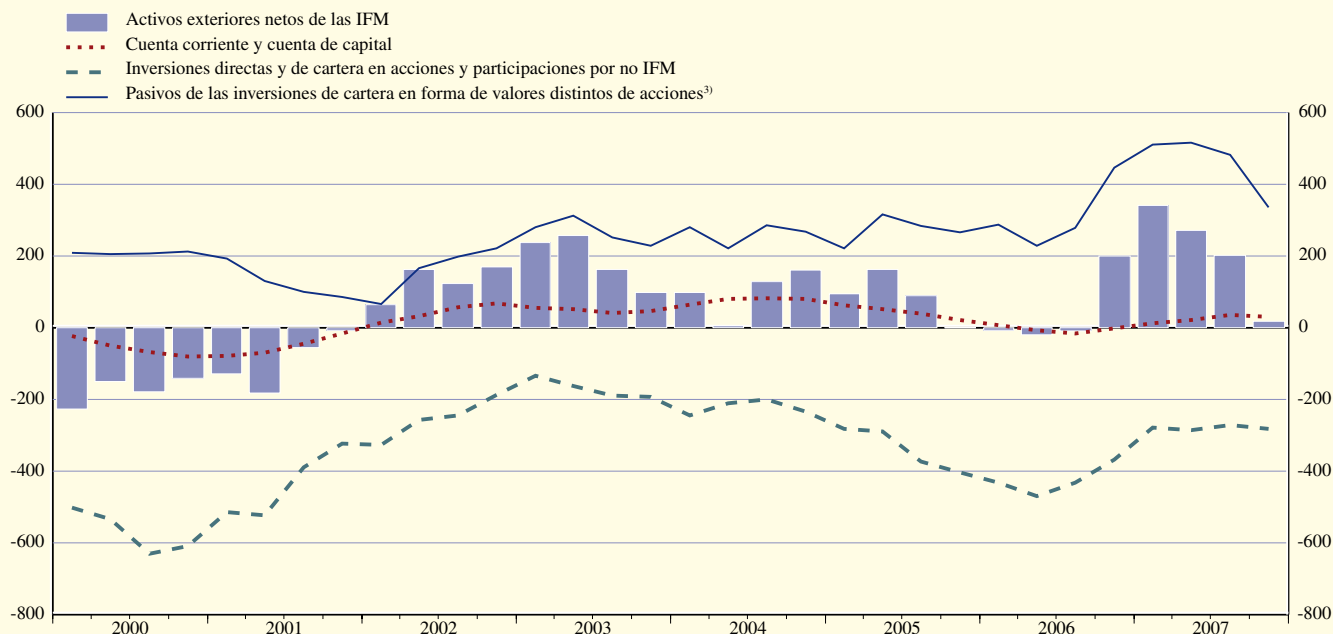
### 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	21,5	-343,2	147,1	-265,6	219,9	266,7	-170,7	167,0	-16,4	-43,9	-17,7	-0,1
2006	-1,6	-298,8	197,8	-288,1	248,3	446,4	-194,2	183,7	2,5	-115,0	181,1	200,4
2007	30,4	-363,7	269,6	-195,9	176,2	336,2	-330,2	240,8	-122,1	-33,4	7,8	18,4
2006 IV	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,3
2007 I	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,6
II	-2,4	-104,2	43,8	-68,7	60,4	123,9	-56,2	44,3	-23,2	-21,2	-3,5	-8,7
III	11,0	-94,5	71,3	-43,5	35,3	48,7	-148,6	185,6	-32,5	-101,6	-68,8	-67,8
IV	17,1	-75,5	76,2	-29,1	-14,3	12,8	-48,0	2,5	-50,0	98,9	-9,5	-6,7
2007 Ene	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-23,1
Feb	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	40,6	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	47,5	40,0
Mar	8,7	-21,7	32,1	-16,3	14,2	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	68,0	84,7
Abr	-4,0	-23,9	17,0	-21,3	-14,5	38,5	-10,6	24,1	-9,9	-37,2	-41,8	-38,5
May	-10,9	-43,0	19,7	-20,3	10,9	41,1	-23,1	3,4	-2,9	14,6	-10,5	-17,2
Jun	12,4	-37,2	7,1	-27,2	64,0	44,2	-22,5	16,7	-10,4	1,5	48,7	46,9
Jul	5,6	-24,1	24,4	-19,1	34,6	19,0	32,5	-0,8	-12,9	-51,4	7,7	5,6
Ago	0,5	-25,5	28,6	-14,2	-14,6	23,6	-14,0	33,4	-8,4	-59,1	-49,7	-51,3
Sep	4,9	-44,9	18,3	-10,2	15,3	6,1	-167,1	152,9	-11,1	9,0	-26,8	-22,1
Oct	5,1	-36,7	45,5	-18,4	-21,1	-11,0	-33,9	4,6	-6,9	75,5	2,6	11,6
Nov	3,8	-18,5	29,7	-2,5	3,9	49,3	-19,9	9,7	-31,6	9,3	33,3	28,1
Dic	8,2	-20,3	1,0	-8,1	2,9	-25,5	5,8	-11,8	-11,5	14,0	-45,4	-46,5
2008 Ene	-16,8	-38,1	12,0	23,1	3,2	18,7	-13,0	22,8	-12,7	-12,3	-13,0	-21,0
<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2008 Ene	15,1	-376,0	268,7	-156,5	139,4	309,2	-304,3	260,2	-130,7	-4,4	20,7	20,5

### C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.
- 2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

### 1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)						
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:				
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2004	9,0	9,3	1.142,6	543,5	246,5	313,7	995,1	1.076,0	604,7	184,3	257,0	771,3	129,0	
2005	7,8	13,4	1.237,0	589,4	269,1	334,0	1.068,7	1.227,6	705,8	208,3	277,3	846,8	186,2	
2006	11,6	13,6	1.383,5	669,5	292,7	371,5	1.182,7	1.397,2	833,7	213,3	308,3	943,4	224,3	
2007	8,3	5,5	1.497,1	721,2	315,2	394,3	1.275,1	1.472,3	882,9	207,0	324,6	1.008,9	221,4	
2006 III	8,3	10,4	347,0	169,2	71,7	92,4	296,5	353,5	213,7	52,0	77,0	236,9	59,9	
IV	12,3	7,6	362,9	176,6	76,2	97,1	312,0	356,7	212,6	53,0	79,5	246,4	52,2	
2007 I	9,0	5,2	367,2	177,0	77,6	97,0	312,4	358,6	213,1	52,9	79,9	251,2	47,4	
II	9,4	3,6	370,0	178,2	78,2	97,9	316,7	360,3	217,5	50,3	79,6	248,8	52,7	
III	10,0	6,3	380,3	183,7	79,8	100,3	325,4	375,2	223,6	53,1	83,2	259,0	57,1	
IV	4,9	6,8	379,7	182,3	79,7	99,3	320,6	378,2	228,7	50,7	81,9	249,8	64,2	
2007 Ago	12,2	5,8	128,3	62,3	27,0	33,6	109,9	125,8	74,7	17,9	27,9	87,1	19,0	
Sep	4,0	3,2	126,8	60,9	27,0	33,3	109,1	124,1	73,5	17,5	28,0	86,2	18,8	
Oct	10,6	8,9	128,2	62,0	27,0	33,7	108,5	126,8	75,2	17,3	27,8	84,4	19,4	
Nov	4,7	6,7	128,0	61,1	27,1	33,2	108,7	126,2	76,5	16,9	27,4	83,5	21,2	
Dic	-1,0	4,6	123,5	59,2	25,7	32,4	103,4	125,2	77,1	16,5	26,7	81,9	23,6	
2008 Ene	11,0	13,2	132,5	.	.	.	109,7	134,5	.	.	.	84,8	.	
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2004	9,5	7,0	117,4	114,9	120,2	118,5	118,6	108,1	104,1	108,8	117,6	109,0	105,0	
2005	5,0	5,2	123,6	119,6	129,8	123,7	124,6	114,1	107,5	123,6	123,7	117,1	109,8	
2006	7,8	6,0	133,5	130,3	138,4	133,4	134,4	121,0	114,7	126,6	132,9	126,0	109,5	
2007	5,9	4,0	141,3	135,9	146,9	139,7	142,0	125,7	117,9	126,1	138,7	133,5	106,2	
2006 III	5,3	4,7	133,8	131,4	136,7	132,4	135,0	120,5	114,9	124,4	131,7	125,8	109,7	
IV	9,5	5,9	139,4	136,4	143,7	139,4	140,6	125,2	119,0	127,7	136,8	131,0	111,8	
2007 Q1	7,2	6,3	139,8	134,6	145,2	137,6	139,6	126,0	119,4	127,8	137,1	132,9	107,3	
II	6,5	3,4	139,3	133,8	145,3	138,9	140,5	124,4	118,0	123,3	137,5	131,8	105,6	
III	7,3	5,3	143,0	137,9	148,5	141,7	144,6	126,7	117,6	129,6	140,5	136,3	105,3	
IV	2,9	1,1	142,9	137,1	148,7	140,8	143,3	125,6	116,6	123,6	139,5	132,9	106,8	
2007 Ago	9,8	6,4	145,1	140,8	151,5	142,9	146,9	128,0	118,5	131,6	141,5	138,2	105,9	
Sep	1,5	0,7	143,1	137,0	151,2	142,0	145,8	125,2	115,7	126,7	141,3	135,8	103,6	
Oct	8,2	4,1	144,9	139,7	151,5	142,9	145,2	127,9	117,2	126,6	142,7	134,7	103,3	
Nov	2,6	0,5	144,5	137,7	152,0	141,5	146,0	125,3	116,4	123,6	140,2	133,1	103,4	
Dic	-2,7	-1,7	139,3	133,9	142,6	137,9	138,7	123,6	116,4	120,7	135,6	131,1	113,6	
2008 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Índices 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	137,8	
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	166,6	
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,2	108,0	104,1	114,6	126,8	89,5	106,0	102,9	169,3	
2006 III	2,9	5,6	104,1	105,2	97,9	106,7	101,9	114,7	126,0	91,1	105,9	102,6	177,3	
IV	2,6	1,5	104,5	105,7	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,6	
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	143,6	
II	2,7	0,2	106,5	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	176,3	
IV	2,0	5,7	106,6	108,7	100,1	107,9	103,7	117,8	132,8	89,4	106,4	102,3	195,3	
2007 Ago	2,2	-0,6	106,4	108,5	100,0	108,1	104,1	115,3	128,1	88,9	107,1	103,0	174,9	
Sep	2,5	2,5	106,7	109,0	100,2	107,6	104,1	116,3	129,0	90,1	107,7	103,7	176,6	
Oct	2,2	4,6	106,5	108,8	99,7	108,1	103,9	116,3	130,3	89,4	106,0	102,4	183,2	
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	200,1	
Dic	1,8	6,4	106,7	108,4	100,9	107,8	103,7	118,9	134,6	89,3	107,0	102,1	202,7	
2008 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2004	1.142,6	25,8	42,2	204,6	133,9	35,9	66,6	31,8	172,8	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	98,1
2005	1.237,0	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	107,4
2006	1.383,5	31,7	49,8	216,8	189,8	55,1	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,7
2007	1.497,1	33,7	55,2	228,5	219,7	67,0	81,8	40,9	194,6	295,7	60,1	34,2	87,1	61,3	132,0
2006 III	347,0	7,9	12,6	54,6	48,2	14,1	19,4	9,7	49,5	67,9	13,6	8,6	19,2	13,5	30,3
IV	362,9	8,2	13,2	54,7	51,1	15,7	20,8	9,7	51,1	72,0	14,8	8,7	20,0	14,2	32,2
2007 I	367,2	8,3	13,6	56,7	52,5	15,7	20,5	10,2	49,9	72,2	14,3	8,7	21,4	14,8	31,4
II	370,0	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,0	9,9	48,6	73,0	14,8	8,9	21,4	15,4	32,8
III	380,3	8,5	14,1	58,7	56,2	17,2	20,6	10,3	49,3	74,9	15,3	8,4	22,2	15,6	32,9
IV	379,7	8,4	13,7	57,1	57,1	17,4	20,7	10,5	46,8	75,6	15,7	8,1	22,1	15,5	34,9
2007 Ago	128,3	2,8	4,7	20,1	19,0	5,8	6,8	3,5	16,5	25,1	5,1	2,9	7,5	5,4	11,1
Sep	126,8	2,8	4,6	19,1	18,8	5,7	7,0	3,5	16,5	24,9	5,2	2,7	7,3	5,1	11,5
Oct	128,2	2,8	4,8	19,3	19,1	5,8	6,9	3,4	16,1	25,2	5,3	2,8	7,3	5,3	12,0
Nov	128,0	2,8	4,6	19,1	19,1	5,8	7,0	3,6	15,9	25,3	5,1	2,7	7,3	5,2	12,3
Dic	123,5	2,8	4,3	18,7	18,9	5,7	6,7	3,5	14,8	25,2	5,2	2,6	7,4	5,0	10,5
2008 Ene	132,5	.	.	.	.	6,1	7,0	4,0	16,4	26,1	5,8	3,0	7,6	5,3	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2007	100,0	2,3	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,8	4,0	2,3	5,8	4,1	8,8
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2004	1.076,0	25,4	39,8	144,9	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,5
2005	1.227,6	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,7	118,2	53,2	96,0	53,8	84,5
2006	1.397,2	28,5	47,7	167,1	152,2	95,6	62,3	29,4	125,9	418,7	144,5	57,0	110,5	66,3	93,3
2007	1.472,3	28,0	51,7	167,3	174,2	97,2	67,1	32,3	130,6	444,5	169,8	58,3	112,5	74,7	92,4
2006 III	353,5	7,2	12,1	41,5	38,9	24,0	16,0	7,5	31,3	105,1	35,7	14,4	28,3	16,8	24,9
IV	356,7	7,1	12,6	40,8	40,9	22,1	15,9	7,6	32,6	108,5	40,0	14,3	27,8	17,5	23,6
2007 I	358,6	7,0	12,9	40,9	41,5	22,6	16,9	7,9	33,5	110,5	42,4	14,9	26,4	17,9	20,4
II	360,3	7,1	12,8	41,5	42,5	23,8	16,5	7,9	32,1	107,3	39,6	14,3	27,0	18,4	23,5
III	375,2	7,2	12,8	42,6	44,8	23,6	17,2	8,2	33,2	114,4	44,6	14,8	28,1	18,9	24,3
IV	378,2	6,7	13,2	42,2	45,4	27,2	16,5	8,3	31,8	112,3	43,2	14,2	31,0	19,5	24,1
2007 Ago	125,8	2,4	4,3	14,5	15,1	7,8	5,8	2,7	11,1	38,6	15,0	5,1	9,2	6,3	8,1
Sep	124,1	2,4	4,2	13,8	15,2	7,6	5,7	2,7	11,2	37,4	14,8	4,9	9,4	6,4	7,9
Oct	126,8	2,3	4,4	14,2	15,3	9,0	5,6	2,8	10,7	37,6	14,7	4,9	9,5	6,5	8,9
Nov	126,2	2,3	4,5	14,1	15,3	9,1	5,5	2,8	10,8	37,0	14,3	4,6	10,1	6,6	8,2
Dic	125,2	2,2	4,4	13,9	14,8	9,1	5,4	2,8	10,3	37,7	14,1	4,7	11,4	6,4	6,9
2008 Ene	134,5	.	.	.	.	9,3	5,5	2,9	11,4	39,5	15,0	4,8	11,4	6,6	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,3
<b>Saldo</b>															
2004	66,6	0,4	2,4	59,7	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,4	-83,6	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	21,6
2005	9,4	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,6	12,7	9,2	65,1	-119,5	-74,9	-19,1	-22,6	-6,8	22,8
2006	-13,7	3,2	2,1	49,7	37,6	-40,5	15,0	9,4	73,9	-147,0	-90,8	-22,5	-32,8	-11,9	27,4
2007	24,8	5,6	3,5	61,2	45,5	-30,2	14,7	8,6	64,0	-148,7	-109,6	-24,1	-25,5	-13,4	39,6
2006 III	-6,6	0,7	0,5	13,1	9,3	-9,9	3,4	2,2	18,2	-37,2	-22,1	-5,7	-9,1	-3,3	5,5
IV	6,2	1,1	0,6	13,9	10,3	-6,5	4,9	2,1	18,6	-36,5	-25,2	-5,6	-7,7	-3,3	8,6
2007 I	8,6	1,3	0,7	15,8	11,0	-6,9	3,5	2,3	16,4	-38,3	-28,1	-6,2	-5,0	-3,1	10,9
II	9,7	1,4	1,1	14,4	11,3	-7,1	3,6	1,9	16,6	-34,2	-24,8	-5,4	-5,5	-3,0	9,4
III	5,0	1,3	1,3	16,0	11,5	-6,4	3,4	2,1	16,0	-39,5	-29,2	-6,4	-6,0	-3,3	8,5
IV	1,5	1,7	0,4	15,0	11,8	-9,8	4,2	2,2	15,0	-36,7	-27,5	-6,1	-9,0	-3,9	10,8
2007 Ago	2,5	0,4	0,4	5,7	3,9	-2,0	1,0	0,8	5,4	-13,5	-9,8	-2,2	-1,8	-0,9	3,0
Sep	2,7	0,4	0,3	5,3	3,6	-2,0	1,3	0,8	5,3	-12,6	-9,5	-2,2	-2,1	-1,4	3,6
Oct	1,5	0,6	0,4	5,1	3,8	-3,2	1,3	0,7	5,4	-12,5	-9,5	-2,1	-2,2	-1,2	3,1
Nov	1,8	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	5,1	-11,7	-9,2	-1,9	-2,8	-1,4	4,1
Dic	-1,8	0,6	-0,1	4,8	4,1	-3,3	1,4	0,7	4,5	-12,5	-8,9	-2,1	-4,0	-1,4	3,6
2008 Ene	-2,0	.	.	.	.	-3,3	1,5	1,1	5,0	-13,5	-9,3	-1,8	-3,8	-1,3	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,5	101,6	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	99,3	101,2	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	105,7	102,0	104,2	114,2	106,6
2007 I	105,5	106,2	104,9	103,7	99,7	101,9	112,1	104,9
II	107,1	107,7	106,2	105,2	102,4	104,0	113,5	106,0
III	107,6	108,2	106,8	105,6	101,5	104,1	114,1	106,4
IV	110,5	111,2	109,6	108,2	104,4	106,5	117,0	109,0
2008 I	112,7	113,1	111,5	-	-	-	119,4	110,8
2007 Mar	106,1	106,8	105,3	-	-	-	112,8	105,4
Abr	107,2	107,8	106,4	-	-	-	113,7	106,3
May	107,3	107,9	106,2	-	-	-	113,6	106,1
Jun	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
Jul	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
Ago	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,9	107,5	-	-	-	114,8	107,0
Oct	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	107,9
Nov	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,6
Dic	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 Ene	112,0	112,3	110,5	-	-	-	118,3	109,9
Feb	111,8	112,0	110,6	-	-	-	118,2	109,6
Mar	114,6	114,8	113,4	-	-	-	121,5	112,7
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2008 Mar	2,5	2,5	2,5	-	-	-	2,9	2,8
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2008 Mar	7,9	7,5	7,7	-	-	-	7,8	6,9

### C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

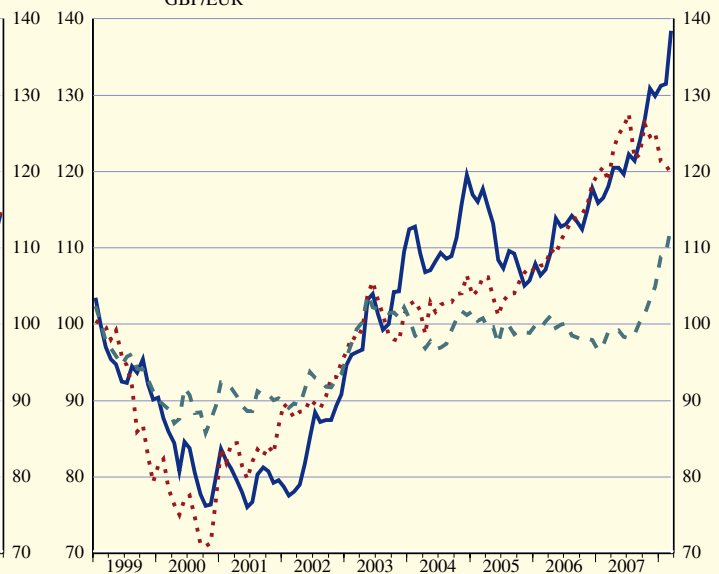
— TCE-22 nominal  
 ..... TCE-22 real deflactado por el IPC



### C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 III	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1.274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
2007 IV	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 I	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
2007 Sep	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1.291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
2007 Oct	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1.301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
2007 Nov	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1.348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
2007 Dic	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1.356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
2008 Ene	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1.387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
2008 Feb	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
2008 Mar	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
	% variación sobre mes anterior											
2008 Mar	0,0	0,4	3,2	5,3	-0,9	-2,2	9,4	5,1	3,3	5,3	0,3	3,8
	% variación sobre año anterior											
2008 Mar	0,1	1,1	13,9	17,3	0,9	-2,5	22,0	16,8	6,5	0,3	-2,0	0,4
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 III	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	7,3080	1,7685	
2007 IV	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2008 I	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
2007 Sep	27,573	15,6466	0,7021	3,4528	253,33	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	7,3134	1,7536	
2007 Oct	27,335	15,6466	0,7030	3,4528	251,02	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	7,3284	1,7089	
2007 Nov	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
2007 Dic	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	7,3178	1,7195	
2008 Ene	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322	
2008 Feb	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
2008 Mar	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Mar	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,1	-1,8	0,0	1,7	-0,1	9,5	
	% variación sobre año anterior											
2008 Mar	-10,2	0,0	-1,7	0,0	4,0	-9,0	-3,9	0,0	10,4	-1,3	3,5	
	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>1)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 III	2,6333	10,3834	86,71	12.705,62	4,7608	15,0578	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	
2007 IV	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2008 I	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
2007 Sep	2,6455	10,4533	88,59	12.927,37	4,8249	15,3293	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	
2007 Oct	2,5653	10,6741	86,30	12.945,80	4,8005	15,4044	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	
2007 Nov	2,5920	10,8957	89,34	13.608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
2007 Dic	2,6050	10,7404	90,82	13.620,45	4,8576	15,8096	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	
2008 Ene	2,6111	10,6568	94,50	13.839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758	
2008 Feb	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
2008 Mar	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848	
	% variación sobre mes anterior											
2008 Mar	3,6	3,9	14,3	5,2	4,0	5,0	4,5	7,0	1,9	9,6	6,0	
	% variación sobre año anterior											
2008 Mar	-4,4	7,2	26,4	17,3	7,0	13,2	2,1	-0,1	6,5	27,0	12,8	

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	.	7,6	.	11,3	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Nov	11,4	5,1	2,5	9,3	13,7	7,9	7,2	3,7	6,8	2,3	2,4	2,1
Dic	11,6	5,5	2,4	9,7	14,0	8,2	7,4	4,2	6,7	2,5	2,5	2,1
2008 Ene	11,7	7,9	3,0	11,3	15,6	10,0	7,4	4,4	7,3	3,2	3,0	2,2
Feb	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
Mar	.	7,1	.	11,2	.	.	.	.	.	.	.	.
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-1,0	-1,5	-6,5	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-0,3	-0,6	-9,2	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	14,5	19,4	59,4	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	12,5	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	10,6	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2007 Oct	4,59	4,53	4,39	-	5,06	4,72	6,61	5,64	6,93	4,64	4,31	5,00
Nov	4,94	4,55	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,93	4,59	4,22	4,74
Dic	5,08	4,67	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	6,93	4,61	4,31	4,70
2008 Ene	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	6,93	4,48	4,09	4,26
Feb	5,24	4,48	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	6,93	4,36	4,02	4,45
Mar	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	6,93	4,34	3,92	4,42
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2007 Sep	5,25	3,46	4,85	5,21	11,06	5,59	7,72	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
Oct	5,59	3,55	4,84	5,22	12,75	5,93	7,60	5,13	7,25	4,33	4,37	6,27
Nov	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
Dic	6,56	4,05	4,92	7,23	10,78	7,07	7,63	5,67	7,93	4,31	4,74	6,36
2008 Ene	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
Feb	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
PIB real												
2006	7,1	6,4	3,9	11,2	11,9	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,5	1,8	7,1	10,2	8,8	1,3	6,5	6,0	10,4	2,6	3,0
2007 II	7,3	6,4	-0,1	7,6	11,0	8,0	1,5	6,7	5,7	9,3	2,8	3,2
III	4,9	6,4	1,5	6,4	10,9	10,4	0,9	6,0	5,7	9,4	2,6	3,3
IV	6,9	6,6	2,0	4,8	8,0	8,5	0,4	6,7	6,6	14,3	2,6	2,9
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2006	-17,1	-2,9	2,7	-13,2	-21,1	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-15,8	-20,7	-11,9	-3,9	-2,6	-13,5	-4,7	8,3	-5,1
2007 II	-19,0	-4,0	2,9	-14,0	-22,7	-15,1	-5,8	-4,0	-15,3	-6,7	5,9	-4,2
III	-11,8	-4,4	2,5	-16,5	-24,3	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-6,2
IV	-25,1	-2,1	0,9	-11,0	-13,1	-10,2	-2,5	-1,8	-13,5	-6,8	9,6	.
Costes laborales unitarios												
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	14,1	8,8	.	0,7	.	1,7	-0,2	2,5
2007	14,2	.	3,8	18,9	24,8	7,0	.	.	.	0,2	3,9	1,5
2007 II	10,9	2,0	5,8	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,3	1,7
III	16,7	2,3	4,3	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,4	2,0
IV	14,5	1,5	3,2	19,1	-	9,1	-	-	-	-1,6	4,7	2,2
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,5	13,8	7,3	13,4	7,0	5,3
2007	6,9	5,3	3,7	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,2
2007 II	7,1	5,5	3,9	4,9	5,9	4,3	7,1	9,9	6,6	11,4	6,1	5,3
III	6,7	5,1	3,8	4,6	6,0	4,1	7,3	9,3	6,3	11,2	5,8	5,2
IV	6,0	4,8	3,2	4,5	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,4	5,8	5,0
2007 Oct	6,3	5,0	3,3	4,5	5,5	4,1	7,7	8,9	6,2	10,6	5,9	5,1
Nov	6,0	4,9	3,2	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,4	5,9	5,0
Dic	5,9	4,7	3,1	4,5	5,4	4,3	7,9	8,2	6,2	10,3	5,7	5,0
2008 Ene	6,1	4,7	.	5,2	5,4	4,5	7,6	8,3	.	10,1	5,6	.
Feb	6,0	4,6	.	5,3	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,6	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

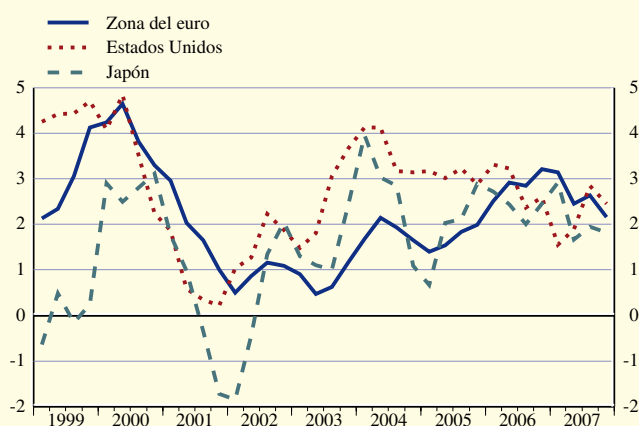
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> (cupón cero) <sup>4)</sup> fin de período	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	-0,4	3,1	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	1,7	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	.	.
2007 I	2,4	0,9	1,5	0,9	4,5	5,4	5,36	5,27	1,3106	-3,0	49,5
II	2,7	2,4	1,9	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
III	2,4	2,8	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,2	48,7
IV	4,0	0,5	2,5	2,4	4,8	5,9	5,02	4,81	1,4486	.	.
2008 I	.	.	.	.	4,9	.	3,26	4,24	1,4976	.	.
2007 Nov	4,3	-	-	2,9	4,7	6,0	4,96	4,70	1,4684	-	-
Dic	4,1	-	-	1,9	5,0	5,9	4,97	4,81	1,4570	-	-
2008 Ene	4,3	-	-	2,7	4,9	5,8	3,92	4,37	1,4718	-	-
Feb	4,0	-	-	2,3	4,8	6,9	3,09	4,47	1,4748	-	-
Mar	.	-	-	.	5,1	.	2,78	4,24	1,5527	-	-
Japón											
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,53	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,85	146,02	.	.
2007	0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,9	3,0	4,0	1,0	0,62	1,85	156,43	.	.
II	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
III	-0,1	.	1,9	2,7	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
IV	0,5	.	1,7	2,9	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 I	.	.	.	.	.	.	0,92	1,48	157,80	.	.
2007 Nov	0,6	-	-	3,0	3,8	2,0	0,91	1,73	162,89	-	-
Dic	0,7	-	-	0,8	3,8	2,1	0,99	1,70	163,55	-	-
2008 Ene	0,7	-	-	2,2	3,8	2,1	0,89	1,63	158,68	-	-
Feb	1,0	-	-	4,2	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	0,97	1,48	156,59	-	-

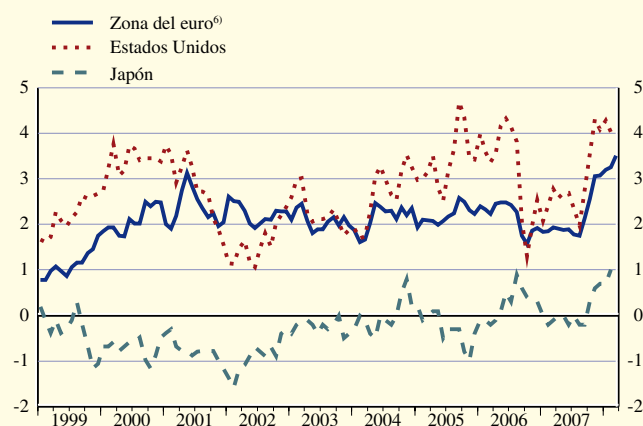
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas f) o g).

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula g).

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

##### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

##### CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nocionales en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nocionales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se

realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

#### 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](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 9 de abril 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 Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.



mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

### CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la

cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de

cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-15 (es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse pe-

riódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección

4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación

de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta

diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de periodo estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>3</sup>. 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 plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>6</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>7</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n.º 1051.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

6 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>8</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>9</sup>. 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

<sup>8</sup> DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

<sup>9</sup> 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)<sup>10</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>11</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

10 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

11 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como por ejemplo préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de valor unitario se presentan sin ajustes, mientras que los datos de comercio en términos nominales y en términos reales son desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por productos que figura en las

columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-22 está integra-

do 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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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-

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

#### **7 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

#### **21 DE DICIEMBRE DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

#### **11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

#### **8 DE MARZO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

#### **12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

#### **6 DE JUNIO DE 2007**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

#### **5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO Y 10 DE ABRIL DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.



## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre enero y marzo 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](mailto:info@ecb.europa.eu).

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

### 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.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS**

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

#### **DOCUMENTOS OCASIONALES**

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.

- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.
- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.
- 78 «A framework for assessing global imbalances», por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», por P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», por M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», por M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. 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.

#### BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 848 «Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU», por A. Afonso y J. González Alegre, enero 2008.
- 849 «Government size, composition, volatility and economic growth», por A. Afonso y D. Furceri, enero 2008.
- 850 «Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling», por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, enero 2008.
- 851 «Investigating inflation persistence across monetary regimes», por L. Benati, enero 2008.

- 852 «Determinants of economic growth: will data tell?», por A. Ciccone y M. Jarocinski, enero 2008.
- 853 «The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited», por M. Hagedorn e I. Manovskii, enero 2008.
- 854 «How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins», por C. Fuss, enero 2008.
- 855 «Assessing the factors behind oil price changes», por S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann y M. Mann, enero 2008.
- 856 «Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors», por R. Christopoulou y P. Vermeulen, enero 2008.
- 857 «Housing and equity wealth effects of Italian households», por C. Grant y T. Peltonen, enero 2008.
- 858 «International transmission and monetary policy cooperation», por G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets y R. Straub, enero 2008.
- 859 «Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives», por F. Fornari, enero 2008.
- 860 «Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model», por M. Sánchez, enero 2008.
- 861 «Income distribution determinants and public spending efficiency», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, enero 2008.
- 862 «Stock market volatility and learning», por K. Adam, A. Marcet y J. P. Nicolini, febrero 2008.
- 863 «Population ageing and public pension reforms in a small open economy», por C. Nickel, P. Rother y A. Theophilopoulou, febrero 2008.
- 864 «Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects», por A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2008.
- 865 «Explaining the Great Moderation: it is not the shocks», por D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, febrero 2008.
- 866 «VAR analysis and the Great Moderation», por L. Benati y P. Surico, febrero 2008.
- 867 «Do monetary indicators lead euro area inflation?», por B. Hofmann, febrero 2008.
- 868 «Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, febrero 2008.
- 869 «The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data», por N. Cassola, febrero 2008.
- 870 «Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty», por P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman y R. Pierse, febrero 2008.
- 871 «The impact of capital flows on domestic investment in transition economies», por E. Mileva, febrero 2008.
- 872 «Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis», por H. Buddelmeyer, G. Mourre y M. Ward, febrero 2008.
- 873 «The Feldstein-Horioka fact», por D. Giannone y M. Lenza, febrero 2008.
- 874 «How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?», por L. Coroneo, K. Nyholm y R. Vidova-Koleva, febrero 2008.
- 875 «Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area», por O. Castrén, S. Déés y F. Zaher, febrero 2008.
- 876 «Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?», por M. Andersson y A. D'Agostino, febrero 2008.
- 877 «What are the effects of fiscal policy shocks? A VAR-based comparative analysis», por D. Caldara y C. Kamps, marzo 2008.
- 878 «Nominal and real interest rates during an optimal disinflation in New Keynesian models», por M. Hagedorn, marzo 2008.

- 879 «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», por L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, marzo 2008.
- 880 «On policy interactions among nations: when do cooperation and commitment matter? », por H. Kempf y L. von Thadden, marzo 2008.
- 881 «Imperfect predictability and mutual fund dynamics: how managers use predictors in changing systematic risk», por G. Amisano y R. Savona, marzo 2008.
- 882 «Forecasting world trade: direct versus “bottom-up” approaches», por M. Burgert y S. Dees, marzo 2008.
- 883 «Assessing the benefits of international portfolio diversification in bonds and stocks», por R. A. De Santis y L. Sarno, marzo 2008.
- 884 «A quantitative perspective on optimal monetary policy cooperation between the United States and the euro area», por S. Adjemian, M. Darracq Pariès y F. Smets, marzo 2008.
- 885 «Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area», por M. van Leuvensteijn, C. Kok Sørensen, J. A. Bikker y A. A. R. J. M. van Rixtel, marzo 2008.
- 886 «International evidence on sticky consumption growth», por C. D. Carroll, J. Slacalek y M. Sommer, marzo 2008.

#### 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).

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«A single currency: an integrated market infrastructure», septiembre 2007.





## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuenta financiera:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indexada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Otras inversiones:** rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján 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.