



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

BCE ECB EZB EKT EKP

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

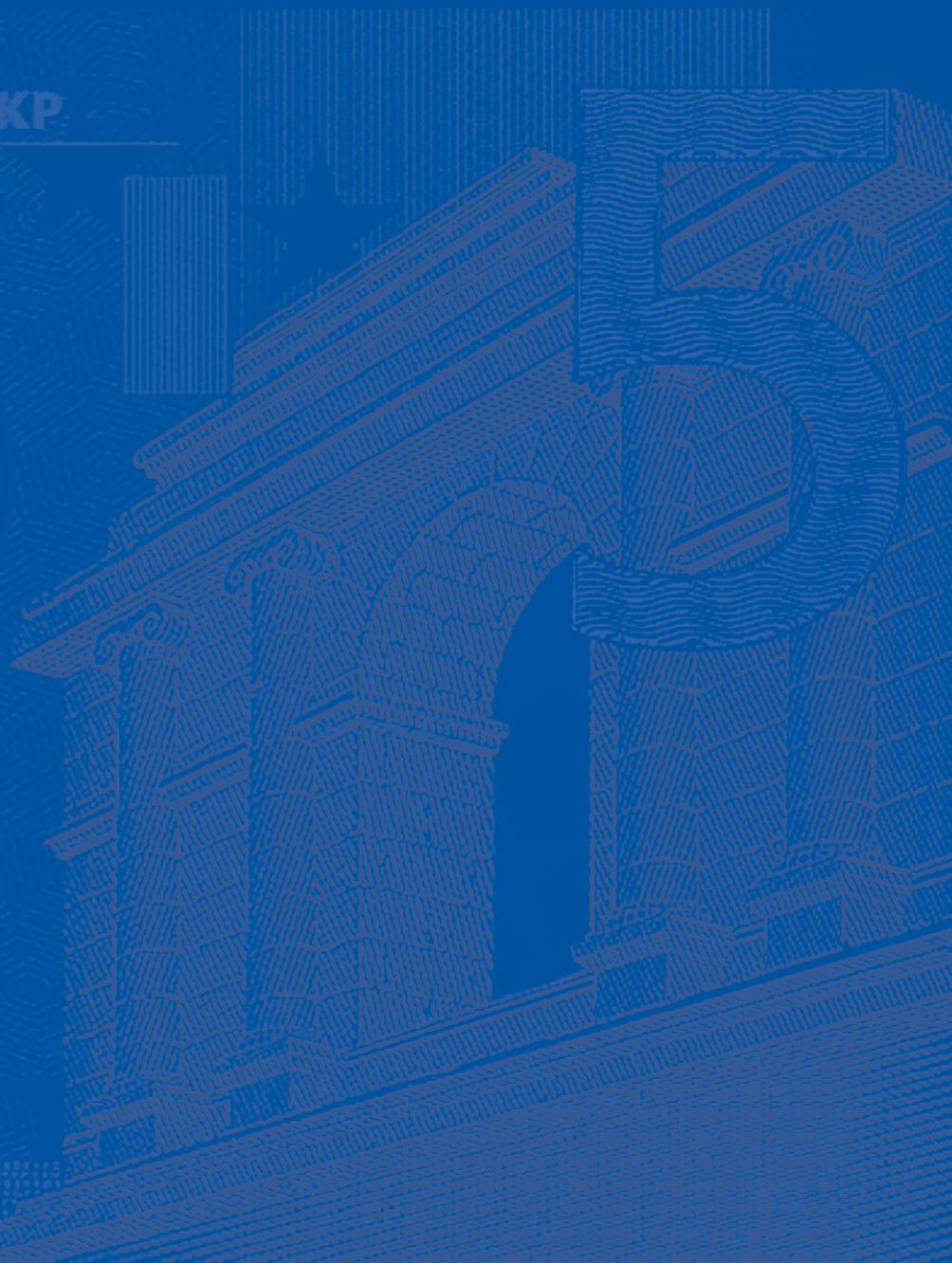
09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

**BOLETÍN MENSUAL
JULIO**





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL JULIO 2006

En el año 2006,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 5 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, 2006

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2006

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.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 5 de julio de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL 5

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA 9

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	42
Producto, demanda y mercado de trabajo	49
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	54

Recuadros

1 Evolución reciente de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM	18
2 El marco operativo del Eurosistema y la volatilidad del tipo de interés a un día	25
3 Estimación de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con vencimiento constante	32
4 Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones en la zona del euro	38
5 Precios de las materias primas industriales y presiones sobre los precios industriales de la zona del euro	44

ARTÍCULOS

Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro	61
Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro	71

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 2005	III
Glosario	IX

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica	HU	Hungría
CZ	República Checa	MT	Malta
DK	Dinamarca	NL	Países Bajos
DE	Alemania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
GR	Grecia	PT	Portugal
ES	España	SI	Eslovenia
FR	Francia	SK	Eslovaquia
IE	Irlanda	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 (<i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i>)
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 (<i>Free on board at the exporter's border</i>)
HWWA	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
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de julio de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la última reunión, celebrada el 8 de junio, confirma que una corrección adicional de la orientación acomodaticia de la política monetaria era necesaria para contener los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Actuar en el momento oportuno para contener dichos riesgos sigue siendo esencial a fin de garantizar que las expectativas de inflación de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo en la zona del euro. Considerando que los tipos de interés oficiales del BCE siguen en niveles bajos, tanto en términos nominales como reales, que el crecimiento monetario y del crédito mantiene su dinamismo, y que la situación de liquidez es holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables, la orientación de la política monetaria del BCE continúa siendo acomodaticia. Por tanto, si se confirman los supuestos y el escenario de referencia del Consejo de Gobierno, la corrección progresiva del tono acomodaticio de la política monetaria sigue estando justificada. En este contexto, el Consejo de Gobierno mantendrá una extrema vigilancia con el fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse.

Por lo que se refiere al análisis económico, los últimos datos y los indicadores de las encuestas más recientes siguen siendo positivos y, en general, han mostrado una mejora en los últimos meses. En conjunto, estos resultados confirman la valoración del Consejo de Gobierno de que el crecimiento económico ha recobrado impulso y ha adquirido un carácter más generalizado y sostenido durante el primer semestre del 2006. En cuanto al futuro, siguen dándose las condiciones para la continuación del crecimiento en niveles próximos a su tasa potencial, a pesar de la posible volatilidad de las cifras trimestrales. La actividad económica mundial sigue siendo intensa, lo que constituye un respaldo para

las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión se recupere, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de las reestructuraciones de los balances, y del incremento acumulado y continuo de los beneficios y de la eficiencia empresarial. El crecimiento del consumo en la zona del euro también debería seguir fortaleciéndose con el paso del tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación del empleo mejora. Este escenario en conjunto favorable para la actividad económica se refleja, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio y en las previsiones publicadas por organismos internacionales e instituciones públicas y privadas.

Aunque, a corto plazo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento parecen estar equilibrados, a más largo plazo, siguen existiendo riesgos a la baja, relacionados principalmente con la posibilidad de nuevas alzas de los precios del petróleo, con una evolución inadecuada de los desequilibrios mundiales, y con posibles presiones dirigidas a intensificar el proteccionismo.

En lo que concierne a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en junio del 2006 en el 2,5%, sin variación respecto a mayo, y frente al 2,4% registrado en abril. Se prevé que, durante el segundo semestre del 2006 y, en promedio, en el 2007, las tasas de inflación se mantendrán por encima del 2%, y los valores concretos dependerán de la evolución futura de los precios de la energía. Las proyecciones de los expertos del Eurosistema y las previsiones disponibles publicadas por instituciones públicas y privadas corroboran esta valoración. Si bien se espera que la evolución de los costes laborales en la zona del euro seguirá siendo moderada durante el 2007, a consecuencia, entre otros factores, de las presiones de la competencia mundial, sobre todo en el sector manufacturero, se prevé que los efectos indirectos de anteriores incrementos de los precios del petróleo y las modificaciones anunciadas de los impuestos indirectos ejerzan una influencia significativa al alza sobre la inflación en el transcurso del próximo año.

Considerando estas perspectivas, y en el contexto de un entorno más favorable para la actividad económica y para el empleo, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades.

Los riesgos para las expectativas referidas a la evolución de los precios siguen apuntando al alza e incluyen subidas adicionales de los precios del petróleo, la transmisión de dichas subidas a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora, aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, lo que es más importante, un dinamismo de la evolución de los salarios y de los precios mayor de lo esperado, debido a los efectos de segunda vuelta de los pasados incrementos de los precios del petróleo.

En cuanto a las perspectivas de inflación en horizontes temporales a medio y largo plazo, el análisis monetario corrobora la valoración del Consejo de Gobierno de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Durante los últimos trimestres, el crecimiento monetario y del crédito ha seguido fortaleciéndose, y los datos más recientes muestran que, en mayo, la tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 8,9%, la más alta desde el inicio de la tercera fase de la UEM. El impulso derivado del bajo nivel de los tipos de interés vigentes en la zona del euro sigue siendo un factor determinante de la elevada tasa tendencial de la expansión monetaria. En conjunto, en términos interanuales, los créditos concedidos al sector privado han continuado incrementándose durante los últimos meses a tasas de dos dígitos, y los préstamos concedidos a hogares y a sociedades no financieras han mostrado un rápido crecimiento. El dinamismo de los préstamos concedidos a hogares sigue explicándose, fundamentalmente, por la evolución del endeudamiento para la adquisición de vivienda, que, en los últimos meses, se ha situado en tasas interanuales superiores al 12%. El vigor del crecimiento monetario y la fortaleza de la expansión del crédito, en un entorno de liquidez ya abundante, apuntan a una intensificación de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. En consecuencia, la evolución monetaria reclama una vigilancia

más atenta, considerando, especialmente, el fuerte dinamismo de los mercados de la vivienda.

En síntesis, se prevé que las tasas de inflación anuales se mantengan en niveles elevados en el 2006 y en el 2007, y que los riesgos para esta perspectiva sigan apuntando al alza. Teniendo en cuenta el vigor del crecimiento monetario, en un entorno en el que la situación de liquidez es ya holgada, el contraste de los resultados procedentes del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Es imprescindible que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno mantendrá una extrema vigilancia con el fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios no se materialicen, y, con ello, seguirá contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo.

En cuanto a la política fiscal, teniendo en cuenta las favorables perspectivas de crecimiento, el ritmo del saneamiento resulta, en general, desalentador. Siguen existiendo riesgos para el cumplimiento de los objetivos de saneamiento, especialmente, en algunos países que presentan déficit excesivo. Por tanto, el Consejo de Gobierno reitera la importancia crucial de evitar los errores del pasado, y desea expresar su coincidencia general con los puntos de vista de la Comisión Europea en lo que respecta a los principales objetivos presupuestarios identificados por ésta. Estos objetivos se refieren, concretamente, a la necesidad de aplicar rigurosamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado a fin de acelerar el proceso de saneamiento fiscal y mejorar las perspectivas de sostenibilidad presupuestaria. Esto deberá sustentarse en estrategias de reforma estructural orientadas a medio plazo, y en instituciones y procedimientos presupuestarios nacionales adecuados. Por último, la fiabilidad de la elaboración de las estadísticas de las finanzas públicas y la puntualidad de su divulgación siguen siendo esenciales para el marco fiscal europeo. La consecución de estos objetivos fortalecerá la confianza en la solidez de las finanzas públicas y en las perspectivas económicas de Europa.

En relación con las reformas estructurales, el incremento del potencial de crecimiento de la zona del euro, la mejora de las oportunidades laborales, y el fortalecimiento de la capacidad de la zona del euro para afrontar los retos de la globalización constituyen las cuestiones de política económica más complejas de nuestro tiempo. Para que la zona del euro pueda beneficiarse de las oportunidades que representa la globalización, —en términos de una mejora de los niveles de vida—, sería necesaria una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. La zona del euro también se beneficiaría de un entorno más favorable para la actividad empresarial, y de un mercado interno plenamente opera-

tivo —incluido el sector servicios— que fomente la innovación, la inversión y la creación de empresas. La aplicación firme de las reformas necesarias ayudaría a obtener los beneficios que la globalización y el mercado único ofrecen a los ciudadanos de la zona del euro e incrementaría la capacidad de producción de la economía de la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza los indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro en horizontes temporales superiores a un año. El segundo estudia el comportamiento de la tendencia de las exportaciones en la zona de euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Desde comienzos de año, la economía mundial ha continuado su expansión a un ritmo vigoroso. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo muy sensible a las variaciones de los precios de la energía. Los indicadores económicos más recientes todavía apuntan a una expansión económica sólida y generalizada. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial siguen estando relacionados con la evolución del mercado del petróleo y con la persistencia de los desequilibrios económicos a escala internacional.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Desde comienzos de año, la economía mundial ha continuado su expansión a un ritmo vigoroso. El crecimiento de la producción industrial en los países de la OCDE aumentó de nuevo en abril por tercer mes consecutivo. Los datos procedentes de las encuestas también apuntan a una expansión económica sólida y generalizada, que incluye un reequilibrio del crecimiento entre las diferentes regiones, con una cierta desaceleración en Estados Unidos, compensada en parte con una ligera aceleración en Europa y un crecimiento intenso y sostenido en Asia.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo muy sensible a las variaciones de los precios de la energía. En los países de la OCDE, la tasa de variación interanual del IPC se incrementó hasta el 3,1% en mayo, desde el 2,7% observado en abril. Si se excluyen los alimentos y la energía, el incremento pasó del 1,9% registrado en abril al 2% de mayo (véase gráfico 1).

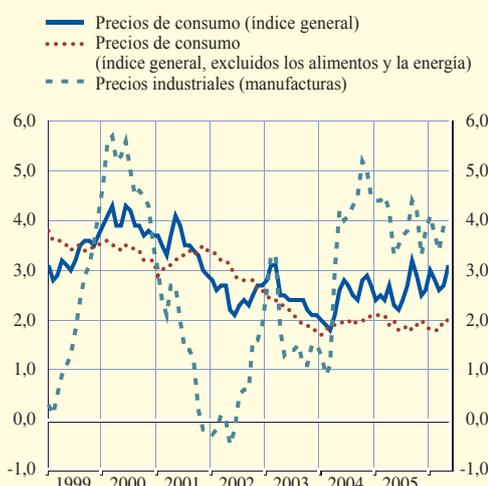
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las estimaciones finales confirman que la actividad económica repuntó fuertemente en el primer semestre del 2006, con una tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real, en términos anualizados, del 5,6% en el primer trimestre del año. La sólida expansión del PIB real fue impulsada, en gran medida, por factores internos, entre los que hay que destacar un crecimiento muy acusado del gasto en consumo personal, de la inversión empresarial y del gasto federal. Si bien el crecimiento de las exportaciones aumentó significativamente en el primer trimestre y superó el crecimiento de las importaciones por un notable margen, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico siguió siendo negativa. Al mismo tiempo, el déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 6,4% del PIB en el primer trimestre del 2006, tras haber registrado un máximo del 7% en el cuarto trimestre del 2005. Esta reducción se debió a una caída del déficit de la balanza de bienes, a una mejora de la balanza de rentas y a un descenso de las transferencias unilaterales netas.

La información disponible sugiere que la expansión económica continuó a un ritmo algo más moderado en el segundo trimestre del 2006. Los datos de producción industrial, de pedidos de bienes de consumo duradero y de confianza empresarial indican que el ritmo de actividad en las manufacturas sigue siendo vigoroso en términos interanuales, aunque se observa un retroceso respecto a la solidez del primer tri-

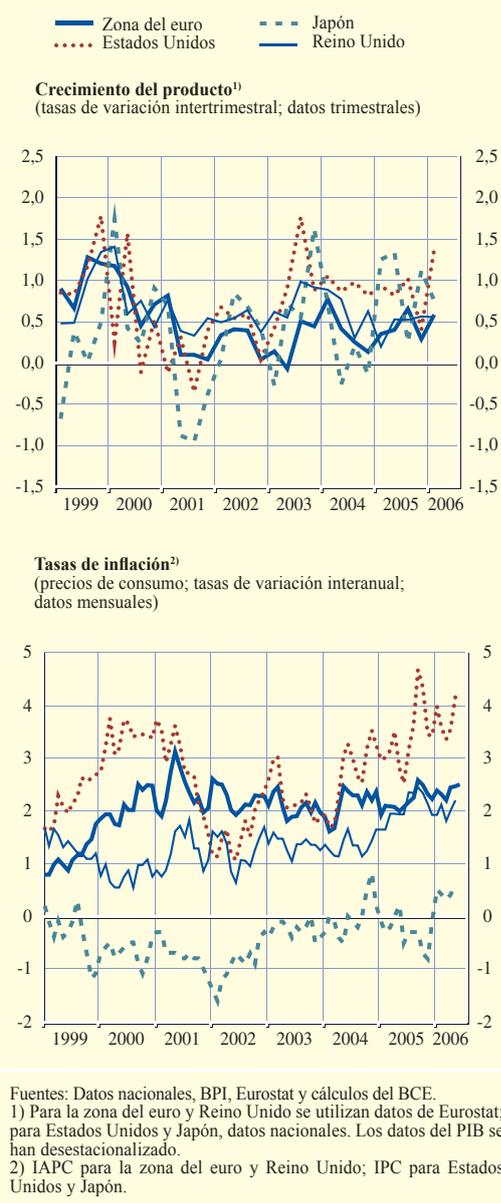
Gráfico 1 Evolución de los precios en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



mestre. En consonancia con esta tendencia descendente, la utilización de la capacidad productiva se redujo ligeramente en mayo respecto al máximo registrado en abril del 2006. De cara al futuro, la economía debería proseguir su expansión, aunque es posible que a un ritmo algo más lento que el observado a comienzos de año.

Las presiones inflacionistas se mantienen. La inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó desde el 3,6% de abril hasta el 4,2% de mayo. Al mismo tiempo, la inflación, excluidos los alimentos y la energía, aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,4%, tras registrar alzas comparables en marzo y abril. El crecimiento intermensual del índice general de precios de consumo se debió, principalmente, a las fuertes subidas de los precios de la energía y de la vivienda. Al igual que en abril, aproximadamente la mitad de este crecimiento es atribuible al componente de vivienda. El deflactor del gasto en consumo personal siguió una evolución bastante similar a la del IPC.

Por lo que respecta a la política monetaria, en la reunión celebrada los días 28 y 29 de junio de 2006, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió elevar, por decimoséptima vez consecutiva, el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 5,25%.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica continúa recuperándose de forma constante, como lo confirman los datos revisados de contabilidad nacional. En el primer trimestre del 2006, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó al alza, del 0,5% al 0,8%. Esta corrección tuvo su origen en una significativa revisión al alza del crecimiento real de la inversión empresarial, que

pasó del 1,4% al 3,1% en tasa intertrimestral. En general, los últimos datos publicados corroboran que la demanda interna privada ha sido el principal factor determinante de la sólida recuperación económica. En junio, la encuesta Tankan del Banco de Japón confirmó la fortaleza de la situación económica. El índice de difusión de la situación económica de las grandes empresas manufactureras aumentó, mientras que el correspondiente a las grandes empresas de otros sectores mejoró por tercer trimestre consecutivo, alcanzando su nivel máximo desde marzo de 1992. De cara al futuro, las perspectivas siguen siendo favorables, ya que se espera que la economía coseche los frutos del anterior ajuste estructural en el mercado de trabajo y en los sectores empresarial y bancario.

En lo que se refiere a la evolución de los precios, los precios de consumo siguen aumentando moderadamente, aunque el deflactor del PIB continúa decreciendo. En mayo, el IPC general y el IPC, excluidos los alimentos frescos, se incrementaron un 0,6% en tasa interanual. Por el contrario, en el primer trimestre del 2006 el deflactor del PIB se redujo un 1,2% en tasa interanual.

En la reunión celebrada los días 14 y 15 de junio, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en cero, el tipo de interés básico, es decir, el tipo oficial a un día sin garantías. No obstante, el 20 de junio el Banco de Japón anunció que había concluido el proceso de reducción del saldo vivo en cuentas corrientes, iniciado en marzo del 2006. Durante todo el tiempo que ha durado este proceso, el tipo de interés oficial a un día sin garantías se ha mantenido estable torno al 0%, a pesar de algunas pequeñas subidas transitorias.

REINO UNIDO

Los últimos datos publicados indican que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real permaneció en el 0,7% en el primer trimestre del 2006, sin cambios respecto al trimestre anterior, situándose en un valor próximo a su tendencia a largo plazo. Dado el vigoroso crecimiento de las ventas del comercio al por menor en abril y mayo del 2006, se estima que el consumo de los hogares se ha recuperado en el segundo trimestre del 2006, desde el mínimo registrado a comienzos de año. Los datos procedentes de las encuestas de opinión indican un fortalecimiento de la producción en las manufacturas, debido, fundamentalmente, al incremento de los pedidos del exterior. En este contexto, se prevé que las exportaciones se hayan acelerado en el segundo trimestre de este año. En los tres meses transcurridos hasta abril del 2006, la tasa de desempleo creció ligeramente hasta situarse en el 5,3%. De cara al futuro, se espera una recuperación del ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año, estimulado por la mayor solidez del consumo privado y de las exportaciones.

En los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC ha pasado gradualmente del 1,8% de marzo al 2,2% registrado en mayo del 2006. La subida de los precios del gas y la electricidad y, más recientemente, de los precios de las hortalizas han sido los principales factores determinantes de este incremento. Las presiones salariales, sin embargo, han seguido estando contenidas. Los precios de la vivienda han continuado aumentando de forma vigorosa; si bien el índice Halifax se incrementó hasta el 10,1% en mayo, el índice Nationwide mostró una evolución menos favorable, creciendo un 4,6% durante el mismo período.

En la reunión celebrada los días 5 y 6 de julio de 2006, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó a favor de mantener el tipo de interés oficial —el tipo repo— en el 4,5%.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto siguió siendo intenso en el primer trimestre del 2006, siendo la demanda interna el principal factor determinante en muchos países. La inflación media medida por el IAPC aumentó en abril y mayo, fundamentalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y de la energía, aunque se observaron acusadas diferencias entre unos países y otros. En general, la inflación medida por el IAPC ha sido más elevada en las economías que registran un rápido crecimiento. Hasta ahora, los efectos de segunda vuelta de anteriores subidas de los precios de la energía sobre los salarios parecen estar contenidos, aunque no puede descartarse la posibilidad de que se dejen sentir en el futuro.

En Dinamarca y Suecia la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó en el primer trimestre del 2006 hasta el 0,4% y el 1,1%, respectivamente. En ambos países, el repunte de la actividad económica ha sido impulsado por la demanda interna y, en el caso de Suecia, también por la demanda



exterior neta. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento siga siendo vigoroso en estos dos países. La inflación medida por el IAPC se incrementó en ambos casos, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,1% y del 1,9%, respectivamente, en mayo. Mientras que en Dinamarca la inflación ha fluctuado en torno a esa tasa desde finales del 2005, en Suecia ha seguido una progresiva trayectoria ascendente.

En Polonia, la República Checa y Hungría, el producto siguió registrando un intenso crecimiento en el primer trimestre del 2006. En Hungría, el crecimiento del PIB real no experimentó variación respecto al trimestre anterior, manteniéndose en una tasa intertrimestral del 1%, mientras que en Polonia se redujo ligeramente, hasta el 1,2%. En los tres países, la demanda exterior ha respaldado notablemente el crecimiento. De cara al futuro, se espera que el crecimiento económico siga siendo sólido y que la demanda interna sea uno de los principales motores de ese crecimiento. La inflación interanual medida por el IAPC ha repuntado en estos países, aunque se ha mantenido en niveles moderados en Polonia, debido en parte a la previa apreciación del zloty, a las decisiones de política monetaria adoptadas con anterioridad, a la reducción de los impuestos especiales sobre la gasolina y los menores márgenes de distribución.

En los otros Estados miembros de la UE, la actividad económica ha seguido siendo sólida, en particular en los Estados bálticos, en los que la inflación también es relativamente elevada. En general, las perspectivas de la actividad económica continúan siendo favorables, a pesar de los riesgos a la baja asociados al impacto de los precios del petróleo.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica sigue siendo sólida, respaldada principalmente por el aumento de la demanda interna y por un nuevo repunte del crecimiento de las exportaciones en las economías más grandes de la región. Al mismo tiempo, en mayo se observó un moderado incremento de la inflación medida por el IPC en varios países.

En China, la economía no ha dado señales de desaceleración, tras la sólida evolución registrada en el primer trimestre. El aumento del superávit comercial y el fuerte y continuado crecimiento de la inversión han favorecido recientemente la actividad económica. En los cinco primeros meses de este año, el superávit comercial se elevó a 46,8 mm de dólares estadounidenses, en comparación con los 30 mm de dólares registrados en el mismo período del 2005, lo que representa un incremento interanual del 57%. En mayo se registró una nueva aceleración de la producción industrial, una recuperación de las ventas del comercio al por menor y se mantuvo, al mismo tiempo, el dinamismo de la inversión, a pesar del endurecimiento introducido en los últimos meses en los criterios de concesión de los préstamos bancarios. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas repuntaron de nuevo, y la inflación interanual medida por el IPC pasó del 1,2% de abril al 1,4% de mayo. Haciendo referencia al excesivo crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, el 16 de junio el Banco Central de la República Popular China anunció un incremento de las exigencias de reservas sobre los depósitos de 0,5 puntos porcentuales, hasta el 8%, con efectos a partir del 5 de julio de 2006.

De cara al futuro, las perspectivas económicas de esta área geográfica continúan siendo favorables en el corto plazo, respaldadas por una expansión vigorosa y sostenida de la actividad interna en las principales economías y por el sólido crecimiento de las exportaciones. No obstante, en China los elevados precios del petróleo y el exceso de capacidad productiva en algunos sectores representan todavía un importante riesgo a la baja para estas perspectivas.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la expansión económica en las principales economías sigue consolidándose, habiéndose registrado aumentos interanuales del PIB real del 5,5% en México, del 3,5% en Brasil y del 8,6% en Argentina en el primer trimestre del 2006. Los indicadores más recientes de la actividad económica correspondientes al segundo trimestre del año —como la producción industrial de abril— han mostrado moderación en México y Brasil, aunque en ello pueden haber influido también los efectos de base derivados de la diferencia de fechas en las vacaciones de Semana Santa. La inflación interanual en Brasil y México siguió reduciéndose en mayo, hasta el 4,2% y el 3%, respectivamente. En ese mismo mes, en Argentina la inflación interanual se mantuvo en el 11,5%. Las perspectivas de la región en su conjunto siguen siendo favorables a corto plazo en el contexto de un entorno exterior positivo.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras descender ligeramente en junio, los precios del petróleo se elevaron de forma acusada a comienzos de julio. El 5 de julio, el precio del Brent se situó en 73,3 dólares el barril, próximo al máximo histórico de 74,4 dólares alcanzado a primeros de mayo y, aproximadamente, un 27% por encima de los niveles de principios de años. La fuerte demanda de productos refinados por parte de Estados Unidos, en particular de gasolina, durante la temporada de mayor uso del automóvil, aumentó las presiones al alza sobre los precios del crudo. Además, el entorno geopolítico y la correspondiente preocupación sobre la seguridad del suministro futuro del petróleo siguen siendo un factor relevante en el mantenimiento de los precios del petróleo. En concreto, el conflicto internacional respecto a la situación nuclear en Irán y sus posibles repercusiones para la oferta mundial de petróleo mantienen los precios del petróleo en niveles elevados. La incertidumbre en torno a la evolución de los precios de crudo en el corto plazo es considerable, y los participantes en el mercado esperan ahora que los precios del petróleo se mantengan en niveles altos también a medio plazo, negociándose actualmente los contratos de futuros con entrega en diciembre del 2008 a 70,5 dólares.

Los precios de las materias primas no energéticas también se han incrementado considerablemente en los últimos meses. Impulsados por una demanda sólida y sostenida de la mayoría de estos productos, en particular de los metales, los precios totales de las materias primas no energéticas alcanzaron un máximo a mediados de mayo. Sin embargo, desde entonces, han experimentado algunas correcciones a la baja, situándose el 30 de junio un 6% por debajo del máximo. Expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaban en junio un 27% por encima del nivel observado un año antes.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo favorables. Las correcciones de los mercados financieros que se han producido hasta la fecha deberían tener un impacto limitado en las perspectivas mundiales. A corto plazo, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE apunta en abril a una moderada expansión, con algunas mejoras en Japón y en el Reino Unido, aunque con un ligero debilitamiento en Estados Unidos y Canadá.

Los riesgos para las perspectivas mundiales siguen inclinándose ligeramente a la baja. A pesar de la reciente moderación, los precios del petróleo siguen siendo una de las principales fuentes de riesgo para las perspectivas mundiales, debido a su posible impacto sobre el crecimiento y la inflación. Los recientes incrementos de los precios de consumo en muchos países de la OCDE ponen de relieve los riesgos inflacionistas que llevan aparejados las subidas de los precios del petróleo en el contexto de una elevada utilización de la capacidad. La persistencia de los desequilibrios económicos mundiales, unida a la inquietud que suscita el aumento de las presiones proteccionistas, continúa también representando un riesgo a la baja.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En mayo del 2006, el crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 8,9%, la tasa más elevada desde la introducción del euro, en 1999. El reducido nivel de los tipos de interés continúa siendo el factor determinante de la evolución monetaria y del crédito. Como consecuencia del intenso crecimiento del dinero y del crédito en los últimos trimestres, la liquidez de la zona del euro sigue siendo holgada. Una fuerte expansión del dinero y del crédito en un contexto de liquidez ya abundante apunta a la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejior clima económico y de una vigorosa trayectoria del mercado de la vivienda.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

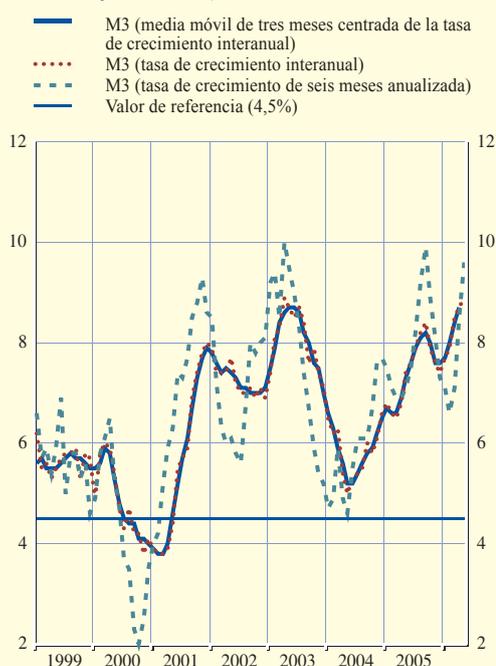
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó hasta el 8,9% en mayo del 2006, desde el 8,7% de abril. Esta tasa representa el mayor crecimiento interanual de M3 desde la introducción del euro, en 1999 (véase gráfico 4). Por tanto, continuó el renovado fortalecimiento del crecimiento interanual de M3 observado desde principios de año. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se situó en el 8,7% en el periodo comprendido entre marzo y mayo del 2006, desde el 8,4% del periodo transcurrido entre febrero y abril del 2006. La fortaleza del crecimiento de M3 también fue patente en su evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que aumentó 1,2 puntos porcentuales, hasta el 9,6%, en mayo.

Desde una perspectiva algo más a largo plazo, los datos monetarios correspondientes al mes de mayo continúan sugiriendo que el principal factor determinante del crecimiento de M3 son los reducidos tipos de interés. Esto contrasta con el período anterior de intenso crecimiento de M3 observado entre el 2001 y mediados del 2003, que se vio impulsado, fundamentalmente, por desplazamientos de cartera hacia activos monetarios en ese período de mayor incertidumbre económica y financiera. La importante función desempeñada por los bajos tipos de interés queda reflejada, del lado de los componentes, en el hecho de que el agregado estrecho M1 sigue representando la principal contribución al crecimiento interanual de M3 y, del lado de las contrapartidas, en la actual fortaleza de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado.

La contención del crecimiento de M3 observado en el último trimestre del 2005, que tuvo su origen en una reversión de los anteriores desplazamientos de cartera, parece haberse interrumpido en los primeros meses de este año. En particular, el cambio observado en la posición acreedora neta frente al exterior, que ha pasado de registrar salidas netas a entradas netas de capital, puede deberse a una mayor preferencia por activos de la zona del euro por parte de los inversores internacionales, que compensa con creces el efecto moderador asociado a un aumento de la inversión en depósitos a más largo plazo.

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

Como consecuencia del pronunciado crecimiento del dinero y del crédito en los últimos trimestres, la liquidez sigue siendo abundante en la zona del euro, lo que apunta a la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, sobre todo en un entorno de mejor clima económico y de una evolución vigorosa del mercado de la vivienda.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en mayo es consecuencia de la mayor contribución de los instrumentos negociables y de los componentes más líquidos del agregado estrecho M1. En general, M1 continuó constituyendo la principal contribución al crecimiento interanual de M3. Si se consideran los componentes de M1, el nuevo leve descenso de la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se vio compensado con creces por el fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió en mayo, como resultado de la desaceleración de las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años) y de los depósitos de ahorro (esto es, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses).

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 registró un pronunciado aumento en mayo, debido, fundamentalmente, a un acusado incremento, hasta el 46,8%, de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años. La intensa demanda de estos instrumentos en los primeros meses de este año puede ser consecuencia de cierta actividad de sustitución de los valores distintos de acciones a corto plazo por instrumentos financieros a largo plazo, en un entorno en el que se espera una subida de los tipos de interés a corto plazo. La tasa de variación interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, activos líquidos y seguros que con frecuencia mantienen los hogares y las empresas para «aparcar» liquidez en épocas de mayor incertidumbre, continuó siendo negativa en mayo. Sin embargo, aunque la evolución de estos instrumentos ha seguido siendo contenida, no se registraron nuevas salidas mensuales de las citadas participaciones en abril ni en mayo, como se observaron, por ejemplo, entre octubre del 2005 y enero del 2006.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 Abr	2006 May
M1	48,4	9,8	11,2	10,9	10,3	9,8	10,2
Efectivo en circulación	7,4	17,3	16,0	14,8	13,4	12,2	11,9
Depósitos a la vista	41,0	8,5	10,4	10,2	9,8	9,4	9,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,4	5,1	5,5	5,9	6,8	8,9	8,0
Depósitos a plazo hasta dos años	16,0	2,6	4,5	6,5	9,8	16,1	14,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,4	6,6	6,0	5,3	4,6	3,9	3,5
M2	85,8	7,5	8,4	8,5	8,6	9,3	9,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,2	4,4	5,6	3,8	3,4	5,0	7,0
M3	100,0	7,1	8,0	7,8	7,9	8,7	8,9
Crédito a residentes en la zona del euro		6,6	7,0	8,0	8,7	9,5	9,3
Crédito a las Administraciones Públicas		2,1	1,3	2,7	2,6	1,0	-0,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,8	-0,9	0,6	1,4	1,1	-0,4
Crédito al sector privado		7,8	8,6	9,4	10,4	11,8	11,8
Préstamos al sector privado		7,6	8,4	9,0	10,1	11,4	11,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,7	10,1	9,5	8,8	8,8	9,1

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo del sector privado y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM, que constituyen la mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información por sector tenedor, descendió en mayo. Esta disminución se debe, en gran medida, a la reducción de la contribución de los intermediarios financieros no monetarios (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones). La demanda de depósitos por parte de los hogares sigue explicando una parte sustancial del elevado nivel de crecimiento observado en los depósitos a corto plazo y en las cesiones temporales. Aunque la contribución de los hogares a este agregado prácticamente no experimentó modificaciones en mayo, la de las sociedades no financieras se incrementó.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En lo que respecta a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado prácticamente no se modificó en mayo, situándose en el 11,4%, la más elevada desde la introducción del euro, en 1999. La intensa demanda de préstamos continuó siendo prácticamente generalizada en todo el sector privado, reflejando el impacto positivo sobre la demanda de crédito de los reducidos tipos de interés y del mejor clima económico.

La evolución de los préstamos de las IFM a los hogares continuó impulsada, principalmente, por el elevado endeudamiento para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 12,1% en mayo, en comparación con el 12,2% de abril. El acusado endeudamiento es reflejo de los reducidos tipos de interés hipotecarios vigentes en la zona del euro en su conjunto, y de la intensa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se incrementó hasta el 8,4%, desde el 7,9% de abril (véase cuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó de nuevo en mayo, y alcanzó el 11,3%, continuando con la tendencia al alza observada desde principios del 2004. El incremento registrado en mayo se vio favorecido por la elevada demanda de préstamos a más de un año.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 Abr	2006 May
Sociedades no financieras	41,3	6,2	7,0	7,7	9,2	10,9	11,3
Hasta un año	30,2	4,7	5,6	5,2	6,7	9,1	9,1
De uno a cinco años	18,0	6,5	6,6	8,5	11,5	15,1	16,2
Más de cinco años	51,8	6,9	7,9	8,9	10,0	10,6	11,0
Hogares²⁾	49,8	8,1	8,5	9,0	9,6	9,8	9,8
Crédito al consumo ³⁾	13,1	6,5	6,9	7,8	8,2	7,9	8,4
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	70,3	10,2	10,7	11,1	11,8	12,2	12,1
Otras finalidades	16,6	2,1	2,2	2,3	2,1	2,3	2,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	14,4	16,5	29,3	33,1	47,4	40,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,8	11,2	15,5	14,1	16,2	20,7	19,4

Fuente: BCE.

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

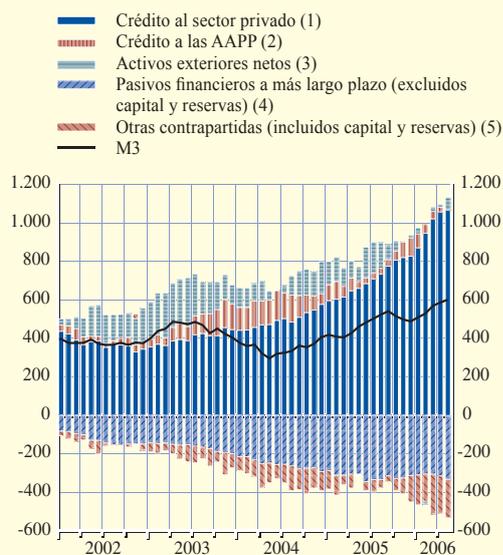
1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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.

Gráfico 5 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.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se incrementó de nuevo en mayo, hasta el 9,1%, desde el 8,8% de abril. Este aumento fue atribuible, principalmente, al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años, mientras que la de los valores distintos de acciones a más de dos años prácticamente no registró variaciones y se mantuvo elevada. La evolución de los pasivos financieros a más largo plazo confirma la valoración de que hay una persistente inclinación, por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro, a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo de la zona (véase el recuadro 1, titulado, «Evolución reciente de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM»).

El impacto moderador sobre la evolución de M3 causado por la reducción de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM observada hasta finales del 2005 parece haberse interrumpido en los últimos meses. Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior se incrementaron hasta 66 mm de euros en los meses del año transcurridos hasta finales de mayo, desde 15 mm de euros en el período de doce meses hasta finales de abril (véase gráfico 5).

En términos intermensuales, en mayo se registraron entradas por importe de 17 mm de euros, frente a unas entradas de 5 mm de euros en abril. La evolución reciente de esta contrapartida puede ser reflejo de una mayor preferencia por activos de la zona del euro por parte de residentes y no residentes en la zona, debido a las expectativas de apreciación del tipo de cambio nominal del euro.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés favorecieron el dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado en mayo, que continuaron contribuyendo al intenso crecimiento interanual de M3. La elevada demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM compensó, aunque sólo en parte, la evolución monetaria impulsada por el crédito, sobre todo porque la trayectoria de la posición acreedora neta frente al exterior no volvió a causar un impacto moderador sobre la evolución de M3.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PASIVOS FINANCIEROS A MÁS LARGO PLAZO DE LAS IFM

Los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM son aquellos no incluidos en M3. Se componen de depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones a más de dos años, así como de capital y reservas. La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo, excluidos capital y reservas, (PFMLP) se ha situado en valores elevados durante gran parte de los últimos dos años, siendo del 9,1% en mayo del 2006.

En términos contables, el sólido crecimiento de esta contrapartida del dinero ejerce un efecto moderador sobre la expansión de M3. Esta relación es evidente en casos en los que, por ejemplo, el sector

tenedor de dinero desplaza depósitos a corto plazo incluidos en M3 a depósitos a largo plazo incluidos en los PFMLP. No obstante, los cambios en el crecimiento de estos pasivos también puede ser, simplemente, reflejo de la evolución de otras contrapartidas de M3, en cuyo caso la relación con el crecimiento de M3 es menos clara. Por ejemplo, en el contexto de de las operaciones de titulización, las IFM puede transferir préstamos (o el riesgo asociado a ellos) a otra institución, pero esto podría estar relacionado con un cambio correspondiente en los PFMLP. En este contexto, en este recuadro se examina la estructura y la evolución reciente de estos pasivos financieros en la zona del euro.

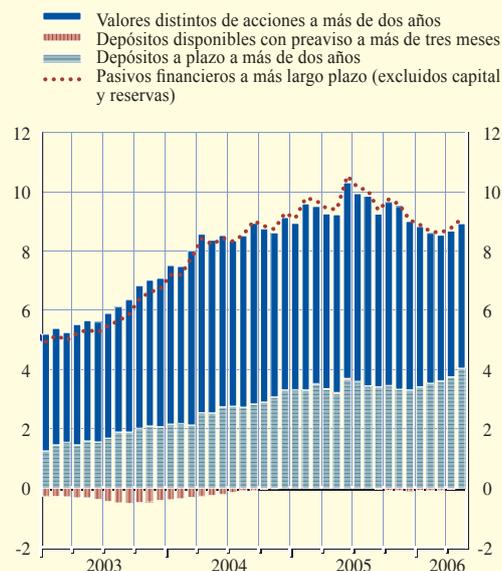
El intenso crecimiento experimentado recientemente por los PFMLP procede tanto de los valores distintos de acciones a más largo plazo como de los depósitos a plazo con el mismo vencimiento

En mayo del 2006, los valores distintos de acciones a más de dos años representaban en torno al 57% del saldo de PFMLP, mientras que los depósitos a plazo a más de dos años constituían el 40% y los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, el resto. Reflejando en gran medida sus porcentajes respectivos, los depósitos a plazo con vencimientos más largos contribuyeron en 4 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual de los PFMLP de mayo del 2006, mientras que los valores distintos de acciones a más largo plazo lo hicieron en 4,9 puntos porcentuales (véase gráfico A).

En los últimos meses, los depósitos a plazo y los valores distintos de acciones, ambos a más de dos años, han crecido a un ritmo prácticamente similar (véase gráfico B). No obstante, si se analiza su evolución a horizontes más largos se observa que la dinámica de estos instrumentos puede ser bastante diferente. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años experimentó un

Gráfico A Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

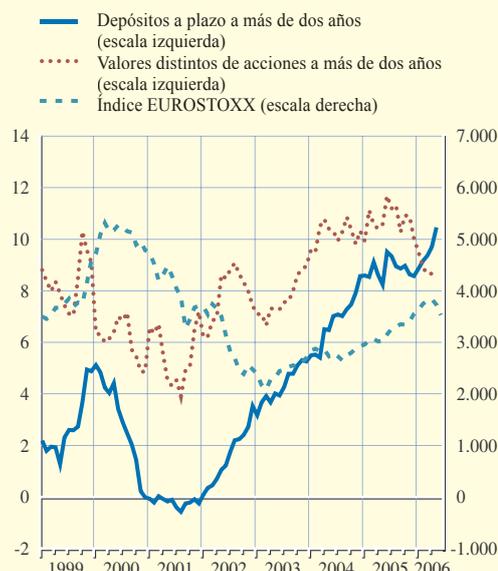
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico B Depósitos y valores distintos de acciones incluidos en los PFMLP

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



Fuente: BCE.

brusco descenso en el punto más alto del auge del mercado bursátil registrado a comienzos de los años 2000, lo que podría haber estado relacionado con el desplazamiento hacia valores de renta variable registrado en la cartera patrimonial del sector tenedor de dinero en un momento en que el comportamiento del mercado bursátil era muy sólido. La tasa de crecimiento se recuperó en el 2002, cuando —en el contexto de una elevada incertidumbre económica, financiera y geopolítica— los inversores (más de 50% de los depósitos a largo plazo pertenecen a los hogares) buscaron activos más seguros, como los depósitos, para protegerse de la volatilidad prevaleciente en el mercado.

La evolución de los valores distintos de acciones a más largo plazo mostraba un comportamiento algo diferente. Durante el auge del mercado bursátil, la tasa de crecimiento interanual se mantuvo relativamente sólida, situándose por encima del 4%, lo que sugiere que estos valores se vieron afectados menos profundamente por el desplazamiento hacia valores de renta variable que los depósitos a largo plazo. Los valores distintos de acciones a más largo plazo se encuentran en gran medida en manos de inversores institucionales, que tienen restricciones legales, necesidades financieras y horizontes de inversión que pueden evitar, o al menos ralentizar, su capacidad de traspaso entre valores distintos de acciones y valores de renta variable.

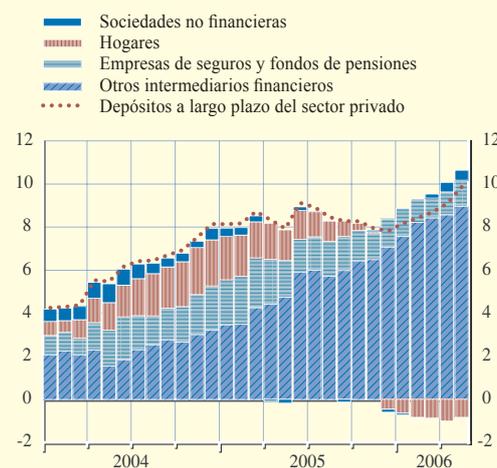
La evolución de la titulización sintética explica, en parte, el vigoroso crecimiento observado recientemente en los PFMLP

La acumulación de depósitos a largo plazo por otros intermediarios financieros (no monetarios) explica el intenso crecimiento de estos depósitos desde mediados del 2004. La contribución de estos intermediarios financieros al crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo ha aumentado en los últimos trimestres, hasta situarse en 9 puntos porcentuales en mayo del 2006 (véase gráfico C). Además, parece que esta acumulación varía ampliamente de un país a otro de la zona del euro. Ello sugiere que el acusado crecimiento de los depósitos a largo plazo es atribuible a factores relacionados con cambios en la naturaleza de la intermediación financiera asociados a los otros intermediarios financieros y a la evolución propia de cada país, más que a una tendencia general en toda la zona del euro.

El intenso crecimiento de los PFMLP y la importante contribución de los otros intermediarios financieros pueden reflejar el paso de la titulización fuera de balance, o titulización real, a la titulización sintética¹. En el primer tipo de titulización, el préstamo se transfiere desde el balance de las IFM al balance de los otros intermediarios financieros (concretamente a una entidad especial de financiación), y esta transferencia puede estar financiada directamente con una reducción correspondiente de las tenencias de depósitos a largo

Gráfico C Depósitos a largo plazo del sector privado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos no ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

¹ Véase el recuadro 1, titulado «El impacto de la titulización de los préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2005, para más información sobre estos dos tipos de titulización.

plazo de los otros intermediarios financieros. Entonces, tanto el crecimiento de los préstamos como el crecimiento de los PFMLP descenderían, pero sin afectar a la dinámica de M3. En el caso de la titulización sintética, sólo se trasfiere a las entidades especiales de financiación el riesgo asociado al préstamo otorgado por las IFM, sin que exista un efecto directo sobre los préstamos y los PFMLP. Por tanto, la mayor utilización de la titulización sintética con respecto a la titulización real podría suponer un crecimiento ligeramente más elevado de los PFMLP (y de los préstamos concedidos por las IFM). En algunos países de la zona del euro, las modificaciones legales efectuadas recientemente han reducido el margen para eliminar los bonos de titulización del balance del originador, a fin de mantener la posibilidad de que el tenedor pueda recurrir frente al emisor. Esto se ha traducido en un aumento de la titulización sintética con respecto al pasado (y, por tanto, en PFMLP más elevados)

El alto grado de heterogeneidad de los países, en lo que se refiere a la contribución al crecimiento de los valores distintos de acciones a más largo plazo, puede que refleje las significativas diferencias aún existentes en los marcos legales e impositivos de la zona del euro, especialmente en cuanto a la emisión de instrumentos de renta fija Pfandbrief. Estos instrumentos, titulizados mediante un conjunto dinámico de activos, conforme a un mecanismo establecido en la legislación, se mantienen en el balance de la IFM emisora. En el 2005, se produjo en la mayoría de los países de la zona del euro un aumento muy pronunciado en la emisión de este tipo de instrumentos. Así pues, los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief parecen haber sustituido gradualmente a los bonos de titulización de activos y a los bonos de titulización hipotecaria. Como estos instrumentos suelen emitirse en forma de valores a más de dos años, contribuyen al aumento de la tasa de crecimiento de los PFMLP.

Para el emisor, el principal atractivo de los instrumentos tipo Pfandbrief es que facilitan el acceso a una financiación con unos precios más atractivos, de mayor cuantía y a plazos más largos que en los mercados de operaciones sin garantías. Además estos instrumentos permiten a los emisores transferir el riesgo a otras entidades, lo que puede ayudarles a cumplir con los requisitos establecidos en la legislación sin reducir el tamaño de sus balances. Para los inversores, estos instrumentos ofrecen la diversificación de carteras y la protección de un marco legal sólido. Por otra parte, en el contexto de la nueva regulación sobre la adecuación del capital bancario plasmada en Basilea II, las entidades de crédito que compran estos instrumentos pueden reducir la ponderación del riesgo si optan por el enfoque basado en calificaciones internas. Asimismo, el comportamiento del diferencial de este tipo de activos frente a la deuda pública es bueno.

Como muestra la evolución reciente de los PFMLP, el análisis monetario se ha complicado

Desde el punto de vista del análisis monetario, la evolución reciente de la titulización tiene varias consecuencias. En primer lugar, el paso de la titulización real a la titulización sintética conlleva cambios en la dinámica de las contrapartidas de M3, especialmente de los préstamos y de los PFMLP. En segundo lugar, la creciente importancia de los otros intermediarios financieros puede traducirse en una mayor volatilidad de las series monetarias y, en tanto que no se conocen sus tenedores, puede dificultar el entendimiento del comportamiento monetario y financiero. Por ello, resulta crucial realizar un seguimiento de todas las contrapartidas del dinero (incluidos los PFMLP), así como de su composición por sectores para descubrir la dinámica monetaria subyacente.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo elevada en abril del 2006, en el 7,3%, pero descendió. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias y, en menor medida, por las IFM, fue pronunciada, la emisión por parte de las sociedades no financieras disminuyó por cuarto mes consecutivo. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel relativamente moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente, hasta el 7,3%, en abril del 2006 (véase cuadro 3). Esta tasa de crecimiento siguió estando impulsada, fundamentalmente, por la intensa emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, aunque la tasa de crecimiento de estos valores se redujo ligeramente, hasta el 7,5%, en abril. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo disminuyó hasta el 5,5%, aunque continuó siendo relativamente elevada en comparación con el año anterior. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se vio favorecida, principalmente, por la fuerte emisión a tipos de interés variable, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 17,1% en abril, frente a una tasa de crecimiento interanual del 4,1% de los valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo en el mismo período. No obstante, en términos de emisiones brutas se han observado acusados incrementos de estos últimos instrumentos desde diciembre del 2005. Esto puede apuntar a una creciente preferencia, por parte de los prestatarios, por captar nuevos fondos a largo plazo a tipo de interés fijo en lugar de variable.

En cuanto a la actividad emisora por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras cayó hasta el 2,4% en abril (véase gráfico 6). Un factor que podría explicar la moderación actual del crecimiento de la emisión neta de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras es su sustitución por la financiación mediante préstamos, que parece ser especialmente pronunciada para los valores distintos de acciones a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

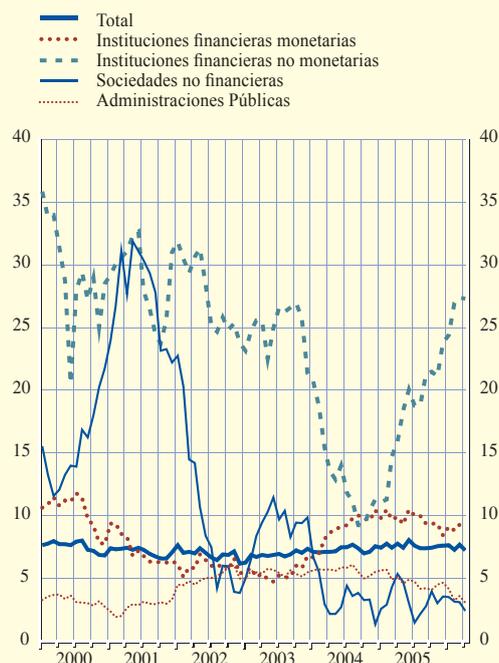
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Abr	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2005 II	2005 III	2005 IV	2005 I	2006 Mar	2006 Abr
Valores distintos de acciones	10.573	7,7	7,6	7,5	7,5	7,7	7,3
IFM	4.294	9,8	10,0	9,2	8,9	9,3	8,9
Instituciones financieras no monetarias	986	17,3	19,4	21,7	25,7	27,4	27,3
Sociedades no financieras	627	4,6	2,2	3,4	3,3	3,1	2,4
Administraciones Públicas	4.666	4,9	4,5	4,3	3,8	3,6	3,1
De las cuales:							
Administración Central	4.377	4,5	4,0	3,9	3,4	3,1	2,6
Otras Administraciones Públicas	289	12,0	12,2	12,2	11,8	11,7	10,2
Acciones cotizadas	5.653	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,0
IFM	949	2,2	2,7	2,2	1,2	1,8	1,4
Instituciones financieras no monetarias	573	2,1	2,5	3,1	3,4	3,4	2,0
Sociedades no financieras	4.132	0,6	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7

Fuente: BCE.

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

Gráfico 6 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

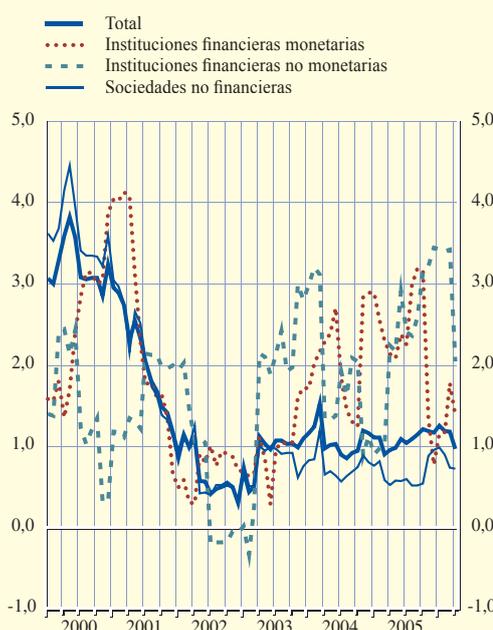
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 7 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.

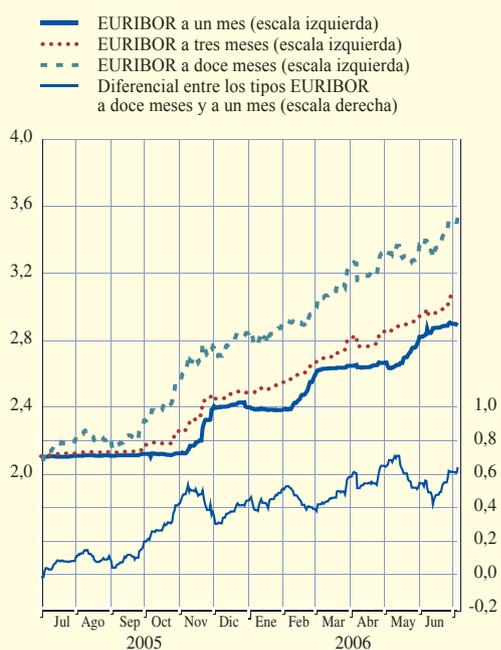
valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las sociedades no financieras volvió a descender en abril, mientras que la de los préstamos a corto plazo de las IFM a las sociedades no financieras continuó aumentando de manera significativa. Otro factor puede ser el relativamente elevado nivel de amortizaciones, sobre todo de valores emitidos entre 1999 y el 2001, esto es, en un período en el que el mercado de renta fija privada registró un auge. La emisión neta de valores distintos de acciones se mantuvo moderada, a pesar de la intensa actividad de fusiones y adquisiciones, un factor que había sustentado la emisión de valores de renta fija privada en el pasado (véase recuadro 4).

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo elevada, aunque disminuyó ligeramente en abril, hasta el 8,9%, desde el 9,3% del mes precedente. Esta evolución fue resultado, principalmente, de la persistente e intensa actividad emisora de las IFM, sobre todo de valores a tipo de interés variable, mientras que la emisión de valores a tipo de interés fijo continuó siendo moderada. El acusado crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector bancario refleja, en cierta medida, la demanda de financiación de las IFM resultante del crecimiento, bastante intenso, de los préstamos de las IFM al sector privado y, en particular, del fuerte crecimiento de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

Las sociedades no financieras y las IFM también recurren a las instituciones financieras no monetarias para captar financiación externa de manera indirecta. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias prácticamente no registró variaciones,

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

situándose en el 27,3% en abril, continuó siendo elevada, debido, posiblemente, a la actividad emisora del sector de las IFM, que está utilizando de manera creciente a este sector para titular parte de su cartera de préstamos, transfiriendo algunos de ellos a los mercados financieros en forma de valores distintos de acciones negociables.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público disminuyó hasta el 3,1% en abril, desde el 3,6% de marzo. Este descenso se debió, principalmente, a la caída de la tasa de crecimiento de la emisión por parte de la Administración Central, desde el 3,1% de marzo hasta el 2,6% de abril.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se redujo ligeramente en abril, hasta el 1%, desde el 1,2% de los dos trimestres precedentes. En términos de emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan aproximadamente las tres cuartas partes del saldo vivo de estos valores, prácticamente no registró variaciones con respecto al mes precedente, y fue del 0,7% en abril (véase gráfico 7). No obstante, el aumento de la emisión bruta de acciones por parte de las sociedades no

financieras parece sustentarse en las ofertas públicas iniciales y en las ofertas públicas secundarias. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por la IFM descendió hasta el 1,4%, desde el 1,8% de marzo.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En junio del 2006, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos, y los mayores incrementos se observaron en los tipos de interés a largo plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación durante el mes.

En el período comprendido entre finales de mayo y el 5 de julio de 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se elevaron notablemente, 10, 13, 16 y 22 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en el 2,89%, el 3,06%, el 3,25% y el 3,53%. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 52 puntos básicos, a finales de mayo, a 64 puntos básicos el 5 de julio (véase gráfico 8).

El 5 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2006 y marzo del 2007 se situaron en el 3,33%, el 3,64% y el 3,81%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a finales de mayo, esto constituyó un incremento de 6, 17 y 22 puntos básicos, respectivamente.

El EONIA se elevó hasta el 2,62% a finales de mayo, reflejando los efectos de fin de mes, tras haberse mantenido estable, en torno al 2,60% en las semanas precedentes. A principios de junio, cayó hasta situarse en niveles por debajo del tipo mínimo de puja, como consecuencia de la abundancia de liquidez hacia finales del período de mantenimiento que terminó el 14 de junio. Esta situación se debió, fundamentalmente, a la política de liquidez holgada seguida por el BCE durante el período de mantenimiento. La magnitud del superávit de liquidez previsto tanto por el BCE como por los participantes en el mercado a finales del período de mantenimiento puso de manifiesto que sería necesario realizar una operación de ajuste de absorción de liquidez el 14 de junio. En consecuencia, en la citada fecha, el BCE ejecutó una operación de absorción de liquidez por importe de 5 mm de euros, en la que los participantes en el mercado ofrecieron 4,9 mm de euros.

Recuadro 2

EL MARCO OPERATIVO DEL EUROSISTEMA Y LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE INTERÉS A UN DÍA

En este recuadro se actualiza el análisis publicado en el Boletín Mensual de marzo del 2005, en el recuadro titulado «La volatilidad del tipo de interés a un día desde una perspectiva a medio plazo». Utilizando los datos más recientes y medidas alternativas de la volatilidad del tipo de interés a un día, en el presente ejercicio se presentan nuevas evidencias que respaldan la conclusión de que la volatilidad del tipo de interés a un día ha disminuido desde la modificación del marco operativo realizada en marzo del 2004.

El BCE ejecuta la política monetaria mediante el control de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. En este contexto, el tipo de interés a un día desempeña una función primordial, al señalar la orientación de la política monetaria. Por lo tanto, es fundamental que el tipo de interés a un día se mantenga en un nivel cercano al del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación establecido por el Consejo de Gobierno, y que se contenga su volatilidad. En consecuencia, el marco operativo del Eurosistema (es decir, los procedimientos y las normas que rigen la instrumentación de la política monetaria) fue diseñado con el propósito de garantizar que la volatilidad del tipo de interés a un día no alcance niveles que mermen la eficacia de este mecanismo de señalización tan importante.

A diferencia de los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo, el tipo de interés a un día no suele responder directamente a factores macroeconómicos. Por el contrario, con el actual marco operativo, las variaciones del tipo de interés a un día tienden a depender, principalmente, del equilibrio entre la oferta y la demanda de liquidez en el mercado monetario a un día. En el caso del Eurosistema, la existencia de un mecanismo de promedios para las exigencias de reservas durante un período predeterminado (denominado período de mantenimiento de reservas) permite que, generalmente, la volatilidad del tipo de interés a un día tienda a ser relativamente reducida durante todo el período de mantenimiento, a excepción de los últimos días, comprendidos entre la última operación principal de financiación y el final del período de mantenimiento. Este aumento sistemático de la volatilidad es consecuencia directa de la mayor sensibilidad del tipo de interés a un día a cambios en la situación de liquidez hacia el final del período de mantenimiento, cuando la posición de cada una de las entidades de crédito en cuanto al cumplimiento de las exigencias de reservas queda definida con más claridad y sus necesidades de liquidez se hacen más urgentes.

Modificación del marco operativo del Eurosistema en marzo del 2004

Desde la introducción del euro en enero de 1999, en general el marco operativo del Eurosistema ha venido funcionando bien. Sin embargo, en ocasiones han surgido algunos problemas y se han adoptado las medidas necesarias para eliminar, o al menos limitar, su incidencia en el mercado monetario. Uno de los obje-

tivos de los cambios más recientes, llevados a cabo en marzo del 2004, era reducir los riesgos operacionales derivados de la insuficiencia de pujas en las operaciones de financiación de periodicidad semanal, que se producía cuando se materializaba un recorte de los tipos de interés oficiales del BCE esperado por el mercado. Las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones regulares de mercado abierto decidían realizar pujas por cantidades inferiores a sus necesidades de liquidez, en la esperanza de que pudiesen cubrir estas necesidades en fechas posteriores a un tipo de interés más bajo, tras el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE. En estas circunstancias, la volatilidad del tipo de interés a un día aumentaba hasta alcanzar niveles indeseables, que ponían en peligro el mecanismo de señalización.

Los cambios introducidos en marzo del 2004 han sido descritos ampliamente en distintas ediciones del Boletín Mensual¹. No obstante, será útil recordar brevemente en que consistieron estas modificaciones. En primer lugar, el vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se redujo de dos semanas a una, atendiendo a la mayor parte de las necesidades de liquidez del sector bancario mediante operaciones que se realizarían con periodicidad semanal y no se solaparían. En segundo lugar, se vincularon las fechas de inicio de los periodos de mantenimiento de reservas al calendario de las reuniones del Consejo de Gobierno en las que esté previsto adoptar decisiones sobre los tipos de interés oficiales. En tercer lugar, se decidió que los nuevos tipos de interés oficiales del BCE establecidos por el Consejo de Gobierno se aplicarían al inicio del nuevo periodo de mantenimiento de reservas. El objeto de la primera medida era mejorar la segmentación de los periodos de mantenimiento, evitando el solapamiento de las operaciones, mientras que la finalidad de la segunda y la tercera era eliminar el impacto que las expectativas de modificación de los tipos de interés oficiales del BCE pudiesen tener sobre las pujas de las entidades de contrapartida en las operaciones principales de financiación.

Volatilidad observada y volatilidad condicional

En los mercados financieros, los precios y la rentabilidad de los activos se caracterizan por variaciones más o menos pronunciadas, dependiendo de la naturaleza de los activos. Cómo medir la volatilidad correspondiente es un problema básico en el análisis de los mercados financieros. Aunque pueden utilizarse varios métodos, en este recuadro se consideran dos medidas alternativas: la volatilidad observada y la volatilidad condicional².

La *volatilidad observada* se calcula como la suma de las diferencias al cuadrado entre los rendimientos de un determinado activo financiero para intervalos muy cortos (generalmente, de cinco minutos). Cuando se aplica al tipo de interés a un día, mide simplemente las variaciones para intervalos muy cortos de los rendimientos a un día. La volatilidad observada tiene la ventaja de que se puede medir independientemente de la media de la serie histórica de la muestra, por lo que puede proporcionar estimaciones significativas de la volatilidad, incluso en series históricas que muestran un comportamiento tendencial. Además no está basada en un modelo específico y puede calcularse en todas las circunstancias, es decir, aunque la serie esté sujeta a rupturas estructurales debidas a cambios en el marco institucional que rige la ejecución de la política monetaria del BCE³.

1 Véanse, por ejemplo, los artículos titulados «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema» y «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», publicados en los Boletines Mensuales de agosto del 2003 y febrero del 2005, respectivamente.

2 Otra medida ampliamente utilizada de la volatilidad de los rendimientos financieros es la volatilidad implícita, obtenida de los precios de las opciones sobre el instrumento subyacente. Sin embargo, este enfoque no puede aplicarse al tipo de interés a un día, debido a la ausencia de opciones sobre el tipo de interés a un día en el mercado monetario de la zona del euro (sólo existen opciones para futuros sobre el EURIBOR a tres meses).

3 Para más detalles y para una descripción técnica de la medida y de las propiedades de la volatilidad observada, véase T.G. Andersen y T. Bollerslev 1997, «Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets», *Journal of Empirical Finance*, 1997, pp. 115-158.

Por el contrario, la *volatilidad condicional* se calcula sobre la base de un modelo que describe el patrón dinámico de la varianza de los rendimientos de un determinado activo financiero, en función de sus propios valores pasados y, en algunos casos, de otras variables que pueden influir en su evolución a lo largo del tiempo. Entre los principales modelos utilizados para construir las medidas de la volatilidad condicional figuran los modelos de heterocedasticidad condicional autorregresiva generalizados, o modelos GARCH⁴. Las medidas de la volatilidad condicional presentan algunas ventajas. En particular, se basan en un marco econométrico relativamente convencional, lo que facilita la estimación de modelos y su contraste con datos, además de que permite hacer previsiones. Sin embargo, como se señala anteriormente, una de las desventajas de los modelos utilizados en la construcción de la volatilidad condicional es su posible falta de solidez ante cambios estructurales, ya que los modelos suelen responder lentamente a rupturas en las series históricas y necesitan una determinada cantidad de datos antes de que se puedan detectar errores en sus especificaciones.

Construcción de las dos medidas y datos utilizados

Tal y como se indica anteriormente, la medida de la volatilidad diaria observada se construyó como la suma de los rendimientos al cuadrado del tipo de interés a un día, calculada para cada intervalo de cinco minutos entre las 8.00 h y las 19.00 h, durante el período comprendido entre el 29 de noviembre de 2000 y el 14 de junio de 2006⁵.

Para la medida de la volatilidad condicional, se estimó un modelo utilizando el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) durante el mismo período, es decir, con datos anteriores y posteriores a la modificación del marco operativo efectuada en marzo del 2004. La media condicional del EONIA tomada de la primera diferencia (Δ) fue modelizada utilizando sus propios valores desfasados (hasta dos desfases), más algunas variables ficticias:

$$\Delta EONIA_t = \phi_0 + \phi_1 \Delta EONIA_{t-1} + \phi_2 \Delta EONIA_{t-2} + \gamma_1 MP_cambio + \gamma_2 final_mes + res_t$$

donde *MP_cambio* indica los días en los que los tipos de interés oficiales del BCE se modificaron y *final_mes* es el último día de negociación del mes. La varianza se modelizó utilizando la varianza desfasada y el residuo al cuadrado del modelo anterior (res_{t-1}^2), más algunas variables indicadores:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \sigma_{t-1}^2 + \beta_1 \Delta res_{t-1}^2 + \lambda_1 \text{últimosdías}_t$$

donde *últimosdías* indica los días entre la última adjudicación de OPF y el final del período de mantenimiento de reservas, para tener en cuenta el aumento de la volatilidad al final del período de mantenimiento. La volatilidad condicional corresponde a la serie σ_t^2 .

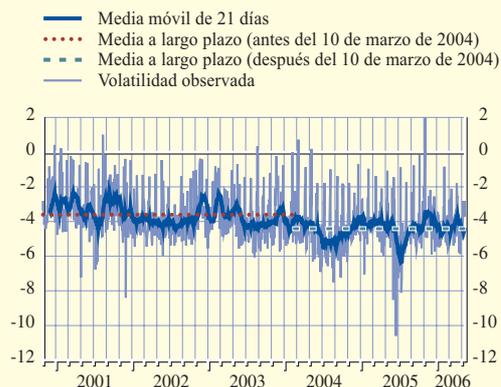
Las variables ficticias de las dos ecuaciones representan algunos factores que tienen un efecto sistemático sobre el nivel de la media condicional o de la varianza condicional, para mejorar la calidad estadística de las estimaciones.

4 Para más detalles, véase R. F. Engle, (1982), «Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation», *Econometrica*, Vol. 50(4), pp. 987-1008. Para el modelo GARCH, véase T. Bollerslev, «Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity», *Journal of Econometrics*, vol. 31, pp. 307-327.

5 Por razones técnicas, concretamente para evitar que la medida sea intrínsecamente no negativa y asimétrica (lo que complicaría el análisis estadístico), el ejercicio presentado en este recuadro se centra en el logaritmo de esta medida, lo que se hace también con los resultados del modelo de volatilidad condicional, a fin de poder comparar las dos medidas.

Gráfico A Volatilidad observada del tipo de interés a un día

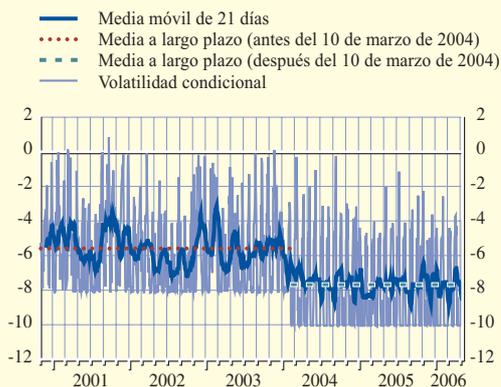
(logaritmo de la volatilidad observada)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico B Volatilidad condicional del EONIA calculado a partir de modelos GARCH

(logaritmo de la volatilidad condicional)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

De las distintas especificaciones que se probaron, finalmente se eligió la que garantizaba un buen ajuste estadístico general a las series diarias del EONIA antes y después de marzo del 2004, tanto en lo que se refiere al carácter estadísticamente significativo de los parámetros del modelo estimados a partir de los datos, como a las pruebas estadísticas convencionales por las que se mide la existencia de una autocorrelación a partir de los residuos del modelo⁶.

Resultados

El gráfico A muestra la evolución de la volatilidad observada del tipo de interés a un día desde noviembre del 2000. Para poner de manifiesto una evolución más persistente de la serie de volatilidades observadas, el gráfico incluye también una media móvil de 21 días de la volatilidad diaria observada (que corresponde, aproximadamente, a un mes de negociación). Por último, se presentan las medias a largo plazo antes y después de los cambios introducidos en marzo del 2004.

El gráfico A sugiere que la volatilidad del tipo de interés a un día se ha reducido notablemente desde la modificación del marco operativo. Con algunas excepciones, especialmente en los últimos meses del 2005, la volatilidad observada ha sido, en general, más moderada que antes de marzo del 2004. Más concretamente, el logaritmo de la volatilidad observada descendió desde una media de -3,61 antes de los cambios hasta una media de -4,42 después. Si sólo se consideran los días entre la última adjudicación de OPF y el final del período de mantenimiento, la comparación de los niveles de volatilidad sigue sugiriendo que bajaron después de marzo del 2004, aunque algo menos (la media a largo plazo disminuyó desde -2,56 antes de los cambios hasta -3,32 después).

⁶ La decisión de especificar el mismo modelo antes y después de marzo del 2004 fue motivada por el deseo de garantizar cierto grado de comparabilidad de los resultados, incluso en presencia de una posible ruptura estructural. Por falta de espacio, en este recuadro no pueden reproducirse en detalle los resultados de los dos modelos. Las estimaciones de los tres parámetros del modelo condicional para la varianza del EONIA son notablemente más elevadas para la submuestra con los datos anteriores a las modificaciones que para la otra submuestra, señal de que la volatilidad ha disminuido después de la introducción de los cambios en el marco operativo.

Estadísticos descriptivos y estadístico t de la diferencia en medias del logaritmo de la volatilidad observada

	Todos los días		Días entre la última adjudicación y el final del período de mantenimiento	
	antes del 10 de marzo de 2004	después del 10 de marzo de 2004	antes del 10 de marzo de 2004	después del 10 de marzo de 2004
Media	-3,61	-4,42	-2,56	-3,32
Desviación típica	1,22	1,29	1,33	1,47
Número de observaciones	834	583	158	157
Estadístico t (diferencia en medias)	11,89 (1.203 grados de libertad)		4,86 (309 grados de libertad)	
Valor P (prueba unilateral)	1,00		1,00	

Un test estadístico estándar confirma que la volatilidad media observada era más alta antes de la introducción de los cambios en el marco operativo, tanto en general como en los últimos días del período de mantenimiento. En el cuadro se acepta en ambos casos la hipótesis de que la volatilidad media era más elevada antes de las modificaciones, debido a que los estadísticos t son más altos que el valor crítico en las dos muestras, lo que se traduce en elevados valores P.

Esta conclusión viene confirmada también por un análisis de la medida de volatilidad condicional. El gráfico B muestra la evolución de la volatilidad condicional del tipo de interés a un día. El descenso de la volatilidad condicional después de la modificación del marco operativo (reflejado en la varianza diaria condicional del EONIA) se amplifica, como consecuencia de las estimaciones más reducidas de los parámetros del modelo de varianza condicional en la submuestra posterior a marzo del 2004.

Al igual que para la volatilidad observada, el gráfico muestra también una serie suavizada de la volatilidad condicional (calculada, asimismo, como la media móvil de 21 días). La evolución de la volatilidad condicional desde noviembre del 2000 es prácticamente similar a la de la volatilidad observada. Desde marzo del 2004, la volatilidad media condicional ha descendido en mayor medida que la volatilidad observada, pasando de -5,59 antes de la modificación del marco operativo a -7,68 después. En los últimos días del período de mantenimiento de reservas, la media a largo plazo disminuyó también, desde -3,56 antes de los cambios hasta -4,74 después⁷.

Conclusiones

En este recuadro se actualiza un análisis similar publicado en el Boletín Mensual de marzo del 2005. Los nuevos datos y las técnicas empleadas aquí confirman los resultados anteriores. De hecho, las conclusiones extraídas del presente ejercicio son más fidedignas, debido a que se basan en un conjunto más amplio de datos (que incluye, aproximadamente, los datos adicionales correspondientes a un año y medio) y en un mayor número de medidas de la volatilidad.

⁷ Dado el carácter condicional de la serie, utilizar un estadístico t para contrastar la diferencia entre las medias a largo plazo sería menos significativo que emplearlo para la medida anterior. Una comparación más correcta es la mencionada en la nota precedente sobre las estimaciones de los parámetros de los dos modelos GARCH.

En conclusión, desde una perspectiva a largo plazo la volatilidad del tipo de interés a un día se ha reducido, especialmente después de la modificación del marco operativo en marzo del 2004.

Sin embargo, si se consideran estos cambios desde una perspectiva más amplia, hay que interpretarlos con cierta cautela. En efecto, algunos de los factores (por ejemplo, las expectativas del mercado respecto a recortes de tipos de interés) que fomentaban la volatilidad antes de marzo del 2004 no han vuelto a observarse posteriormente. Puede que todavía falte por comprobar verdaderamente la solidez de los nuevos procedimientos, por lo que cualquier conclusión sobre las modificaciones del marco operativo ha de ser provisional.

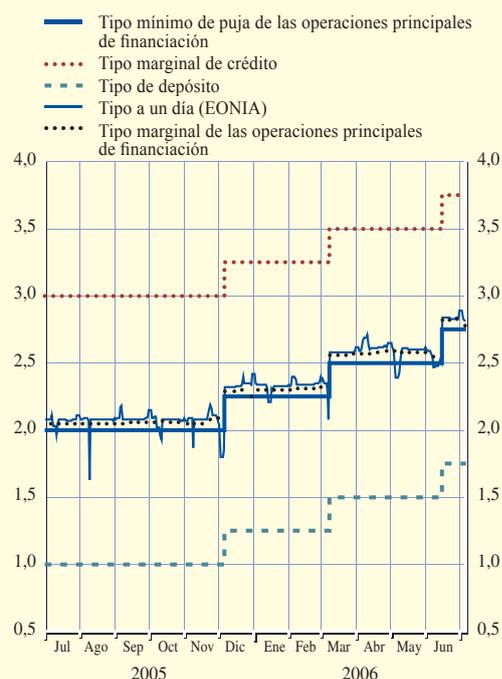
A principios del período de mantenimiento que comenzó el 15 de junio, el EONIA se elevó hasta aproximadamente el 2,84%, en consonancia con el incremento de 25 puntos básicos del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación de ese día. Este nivel se tradujo en un diferencial de 9 puntos básicos entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Este diferencial fue en torno a 1 punto básico inferior al observado en las primeras semanas del período de mantenimiento anterior. El 30 de junio, el EONIA se elevó hasta el 2,89%, como consecuencia de los efectos de fin de semestre. En el recuadro 2 se muestra que la volatilidad del tipo de interés a un día ha disminuido desde la introducción de cambios en el marco operativo en marzo del 2004.

Durante el período de mantenimiento que comenzó el 15 de junio, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvieron estables, en el 2,82% y el 2,83%, respectivamente, antes de elevarse 1 punto básico en la última operación de junio, como consecuencia de

los efectos de fin de mes. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 29 de junio, la quinta de este tipo con el mayor volumen de adjudicación de 40 mm de euros, los tipos de interés marginal y medio ponderado se elevaron hasta el 3,00% y el 3,01%, respectivamente, 13 puntos básicos por encima de los tipos correspondientes en la operación anterior. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, los tipos de las subastas cayeron 6 y 5 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 9 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en los principales mercados de renta fija en el transcurso del mes de junio. En particular, el rendimiento real de los bonos creció de forma significativa, como reflejo, probablemente, de la percepción por parte de los participantes en el mercado de perspectivas económicas más favorables, y también como resultado de la elevación de las primas de riesgo. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícita a largo plazo apenas experimentaron cambios en la zona del euro y descendieron ligeramente en Estados Unidos, especialmente en los plazos más cortos.

Gráfico 10 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 11 Tasas de inflación implícitas

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en junio en los principales mercados de renta fija, tras registrar al principio del mes un descenso provocado por la caída del mercado bursátil, que había comenzado a mediados de mayo y había originado un desplazamiento de las inversiones hacia activos más seguros (véase gráfico 10). En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro creció 15 puntos básicos entre finales de mayo y el 5 de julio de 2006, fecha en la que se situó en el 4,2%. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se elevó 10 puntos básicos, hasta alcanzar el 5,3% en esa misma fecha. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro disminuyó ligeramente, situándose en torno a 110 puntos básicos el 5 de julio. En Japón, al final del período considerado el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó, asimismo, unos 15 puntos básicos por encima de los niveles de finales de mayo. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, reflejada por la volatilidad implícita de esos mercados, se redujo levemente en junio, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos creció desde finales de mayo, especialmente en los plazos más cortos. Este incremento fue consecuencia del aumento del rendimiento real de los bonos en esos plazos, reflejo, a su vez, de las perspectivas económicas más favorables esperadas por los participantes en el mercado, pese a las señales algo contradictorias procedentes de los datos publicados sobre la actividad económica estadounidense. Probablemente, el incremento del rendimiento real de los bonos también fue resultado de la elevación de las primas de riesgo en relación con los reducidos niveles observados anteriormente. Durante la mayor parte del mes de junio, el rendimiento de los bonos a largo

plazo fue determinado, en general, por las expectativas del mercado acerca de la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria mayor de lo previsto en el contexto de riesgos inflacionistas. Por ejemplo, el índice de precios de consumo de Estados Unidos publicado a mediados de junio fue más alto de lo esperado por los participantes en el mercado. Sin embargo, la declaración del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal que acompañaba a la decisión de elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos el 29 de junio tuvo como consecuencia un cierto descenso del rendimiento de los bonos y pareció rebajar, en cierta medida, las expectativas del mercado acerca de la evolución futura de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos. En conjunto, las expectativas de inflación de los participantes en los mercados estadounidenses, medidas por las tasas de inflación implícita, disminuyeron ligeramente en junio, especialmente en los plazos cortos y medios (véase gráfico 11).

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda a largo plazo aumentó también en general en junio. La elevación de los tipos de interés a largo plazo respalda la opinión de que el crecimiento económico está cobrando impulso en la zona del euro. La percepción por parte de los participantes en el mercado de que mejoraban las perspectivas de actividad económica en la zona del euro se tradujo en el incremento del rendimiento de los bonos indicados con la inflación, especialmente en los plazos más cortos. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícita a largo plazo de la zona del euro no experimentaron grandes cambios en junio. La tasa de inflación implícita a largo plazo, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales franceses y el de los bonos indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, se ha mantenido prácticamente estable desde finales de mayo, situándose en el 2,2% el 5 de julio (véase gráfico 11). Sin embargo, este nivel es más alto que el observado a finales del 2005. Los tipos de interés reales y las tasas de inflación implícita con vencimiento constante muestran una evolución similar (para más detalles, véase el recuadro 3). Teniendo en cuenta que las expectativas de inflación derivadas de instrumentos de los mercados financieros se ven afectadas por primas no observables, parece que las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron relativamente bien ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Recuadro 3

ESTIMACIÓN DE LOS BONOS INDICIADOS CON LA INFLACIÓN Y DE LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS DE LA ZONA DEL EURO CON VENCIMIENTO CONSTANTE

Desde la emisión de los primeros bonos indicados con el IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) en el 2001, el BCE ha realizado un seguimiento del rendimiento de dichos bonos, que miden los tipos de interés reales (esperados), así como las denominadas tasas de inflación implícitas, que –al calcularse como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación– constituyen un indicador importante de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado.

En este recuadro se introducen nuevos indicadores complementarios para las tasas de inflación implícitas de la zona del euro y los tipos de interés reales, basados en la estimación de curvas de rendimiento de cupón cero comparables de bonos indicados con la inflación y de bonos nominales convencionales¹. La estimación de las tasas de inflación implícitas y de los rendimientos de los tipos de interés

1 Las estructuras temporales se estiman basándose en el enfoque paramétrico, muy utilizado, propuesto por Nelson y Siegel (1987) «Parsimonious Modeling of Yield Curves for U.S. Treasury Yields», *Journal of Business*, vol. 60, pp. 473-489. Este enfoque encuentra su motivación en el número de bonos indicados con la inflación disponibles en la zona del euro. Concretamente, desde mediados de mayo del 2005 las estimaciones se han basado totalmente en los bonos indicados con la inflación con calificación crediticia AAA. Debido a la falta de un número suficiente de bonos calificados AAA, las series históricas se estiman incluyendo también los bonos calificados solamente AA.

Gráfico A Tipos de interés reales *forward* implícitos a un año dentro de cuatro y nueve años

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico B Tasa de inflación implícita *forward* a un año dentro de cuatro y nueve años

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

reales de cupón cero ofrece dos ventajas fundamentales. En primer lugar, permite el cálculo de series temporales de rendimientos reales y de tasas de inflación implícitas con vencimiento constante, por ejemplo de una tasa de inflación implícita con un plazo hasta el vencimiento siempre de 10 años. Por el contrario, las tasas de inflación implícitas calculadas directamente a partir de los rendimientos observados de los bonos nominales y de los bonos indicados con la inflación se refieren a períodos de tiempo que no son constantes, sino que disminuyen gradualmente con el vencimiento residual de los bonos utilizados en su cálculo. Esto puede plantear problemas a la hora de interpretar la evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas, sobre todo en horizontes largos. Por ejemplo, los cambios acaecidos en el vencimiento de los bonos pueden dar lugar a modificaciones de las tasas de inflación implícitas, aún cuando las expectativas de inflación se mantengan constantes. En segundo lugar, el cálculo de tipos cupón cero permite evitar las posibles distorsiones relacionadas con la distinta duración de los bonos utilizados en el cálculo de las tasas de inflación implícita, distorsiones que provienen de las diferencias en la estructura del flujo de caja de los bonos indicados con la inflación y de los bonos nominales con vencimientos comparables².

La comparación de los nuevos indicadores de los rendimientos reales y de las tasas de inflación implícita de cupón cero y con vencimiento constante con rendimientos reales y tasas de inflación implícita convencionales —como las tasas de inflación implícita de la zona euro que se presentan en el gráfico 11 del texto principal— sugiere que, al menos durante los últimos dos años aproximadamente, las medidas de los tipos de interés real y de las tasas de inflación implícita que se han utilizado regularmente hasta la fecha parecen ser aproximaciones bastante buenas de las medidas preferidas de cupón cero y con vencimiento constante y están muy poco sesgadas por las posibles distorsiones relacionadas con el desajuste en cuanto a la duración de los bonos.

Otra ventaja de la estimación de la estructura temporal de los tipos de interés reales y de las tasas de inflación implícitas de cupón cero es la posibilidad de calcular los tipos *forward* implícitos a cualquier horizonte que interese, que sea también constante en el tiempo. Sin embargo, la falta de un

2 La duración se define como el vencimiento medio ponderado de los flujos de caja de los bonos, en la que las ponderaciones son los valores actuales de cada uno de los pagos en proporción del valor actual total de todos los flujos de caja.

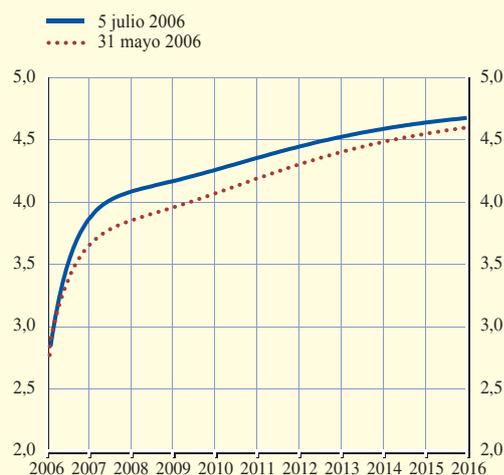
número suficiente de bonos indicados con la inflación a vencimientos cortos en el mercado de la zona del euro exige en estos momentos una precaución extrema al utilizar dichas medidas para horizontes inferiores a tres años, aunque pueden construirse, a partir de los bonos de que se dispone, estimaciones fiables del tipo de interés real del mercado y de las expectativas de inflación en horizontes a medio y largo plazo. Por ejemplo, los tipos de interés reales *forward* y las tasas de inflación implícitas a un año dentro de cuatro y nueve años (véanse gráficos A y B) proporcionan información muy valiosa sobre la evolución de las expectativas de mercado a cuatro y nueve años vista para fines de política monetaria

En el gráfico B, por ejemplo, se observa que las expectativas de inflación de medio a largo plazo de la zona del euro se han mantenido prácticamente sin cambios en los últimos tres meses, a pesar del aumento de la inflación registrada y de los indicadores de expectativas de inflación a corto plazo (véase gráfico 11 del texto principal). Además, desde una perspectiva ligeramente más a largo plazo, las tasas de inflación *forward* implícitas se redujeron de forma acusada en el transcurso del 2004 y a comienzos del 2005 y se mantuvieron bastante estabilizadas con posterioridad³. En cuanto al rendimiento de los tipos de interés reales, en el gráfico A también se pone de manifiesto el crecimiento del rendimiento de los bonos indicados con la inflación de medio a largo plazo desde el otoño del 2005.

3 Para más información, véase el artículo titulado «Medidas de las expectativas de inflación en la zona del euro» en el presente Boletín Mensual.

Gráfico 12 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

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

Los tipos de interés *forward* implícitos a un día de la zona del euro observados a comienzos de julio sugieren que los participantes en el mercado estimaban por entonces que los tipos de interés oficiales del BCE serían más altos de lo que esperaban un mes antes, especialmente en los horizontes temporales de medio plazo (véase gráfico 12). Es probable que la publicación de datos generalmente favorables sobre la actividad económica y el clima empresarial haya contribuido a este desplazamiento al alza. Por el contrario, la decisión de elevar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de junio y esperada desde hacía tiempo por los participantes en el mercado, sólo tuvo un efecto limitado sobre la estructura temporal de los tipos de interés.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En abril del 2006, los tipos de interés aplicados a la mayor parte de los préstamos de las IFM continuaron aumentando ligeramente, en consonancia con la evolución de los tipos de mercado similares.

En abril del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados a la mayor parte de los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras siguieron aumentando. No obstante, estos incrementos se situaron en niveles próximos o inferiores a los observados en los tipos de interés correspondientes del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 13). La principal excepción a esta tendencia la constituyó la pronunciada subida del tipo de interés aplicado a los préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año observada en abril, que ha tendido a ser relativamente volátil en el tiempo.

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

 (en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾²⁾

							Variaciones en puntos básicos hasta abr 2006 ³⁾		
	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 Mar	2006 Abr	2005 Sep	2005 Dic	2006 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,92	1,94	1,96	2,14	2,36	2,40	44	26	4
A plazo a más de dos años	2,36	2,19	2,02	2,18	2,43	2,47	45	29	4
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,92	2,11	1,98	1,97	1,98	2,00	2	3	2
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,47	2,38	2,29	2,30	2,37	2,42	13	12	5
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,94	0,95	0,97	1,03	1,14	1,16	19	13	2
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,00	2,01	2,04	2,26	2,48	2,52	48	26	4
A plazo a más de dos años	3,34	3,63	2,98	3,55	3,34	3,70	72	15	36
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,64	6,62	6,97	6,73	6,77	7,15	18	42	38
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,42	3,35	3,32	3,48	3,74	3,82	50	34	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,36	4,15	4,00	4,03	4,23	4,35	35	32	12
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,24	5,11	5,13	5,14	5,30	5,41	28	27	11
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	3,92	3,88	3,81	3,99	4,23	4,34	53	35	11
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,35	4,22	4,06	4,10	4,19	4,19	13	9	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	3,01	2,94	2,97	3,24	3,50	3,51	54	27	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,04	3,87	3,88	3,98	4,22	4,22	34	24	0
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,14	2,11	2,14	2,47	2,72	2,79	65	32	7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,49	2,07	2,21	2,80	3,22	3,37	116	57	15
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,08	2,58	2,60	3,07	3,47	3,71	111	64	24

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.

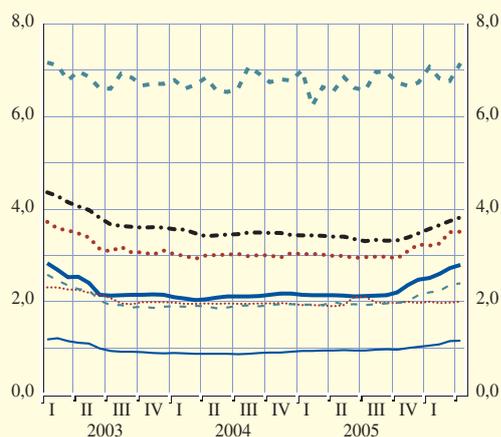
2) Los datos trimestrales se refieren a fin de trimestre.

3) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

Gráfico 13 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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

- 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 período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período 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 período inicial de fijación inferior o igual a un año



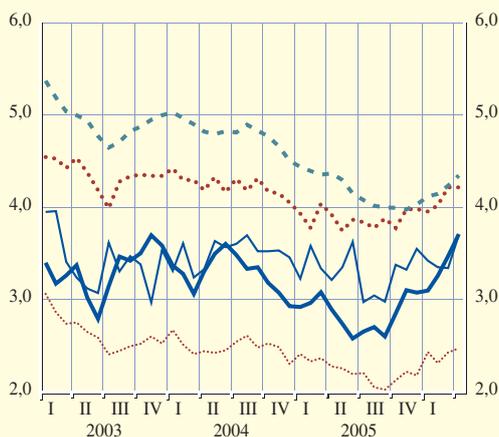
Fuente: BCE.

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

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

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período 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.

Desde una perspectiva algo más a largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM ha aumentado de forma paralela a los tipos de interés del mercado monetario desde el comienzo de la tendencia al alza iniciada en septiembre del 2005, aunque en menor medida. A este respecto, los incrementos de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela fueron, en general, algo más elevados que los observados en los tipos de interés a corto plazo de los depósitos. La principal excepción a la subida general de los tipos a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos fue el tipo de interés de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares, que prácticamente no registró variaciones entre septiembre del 2005 y abril del 2006.

En abril del 2006, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM no experimentó variaciones o se incrementó ligeramente, aunque menos que los tipos de mercado similares (véase cuadro 4). Hubo una excepción reseñable, la del tipo aplicado a los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras, que aumentó unos 36 puntos básicos (véase gráfico 14).

Desde una perspectiva algo más a largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se elevaron de 10 a 45 puntos básicos, aproximadamente, entre septiembre del 2005 y abril del 2006. La subida más pronunciada se registró en los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras, que aumentó 72 puntos básicos, aproximadamente. En comparación, los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años se incrementaron unos 116 y 111 puntos básicos, respectivamente, en ese período. Dado que las subidas de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y créditos fueron, en general, considerablemente inferiores a las observadas en los tipos de mercado similares, los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y créditos han tendido a disminuir desde septiembre del 2005.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tras registrar un fuerte descenso a mediados de mayo, las cotizaciones bursátiles se fueron estabilizando en los mercados internacionales en el transcurso del mes de junio, situándose a comienzos de julio en niveles similares a los de finales de mayo. Esta evolución muestra que fue disminuyendo la cautela que venían mostrando los inversores, al reducirse su preocupación respecto a los costes de endeudamiento y sus posibles efectos negativos sobre el crecimiento económico.

A principios de julio, los precios de las acciones permanecían en las principales economías en niveles similares a los observados en los últimos días de mayo, con lo que se interrumpía la tendencia descendente iniciada a mediados de mayo (véase gráfico 15). Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice

Gráfico 15 Índices bursátiles

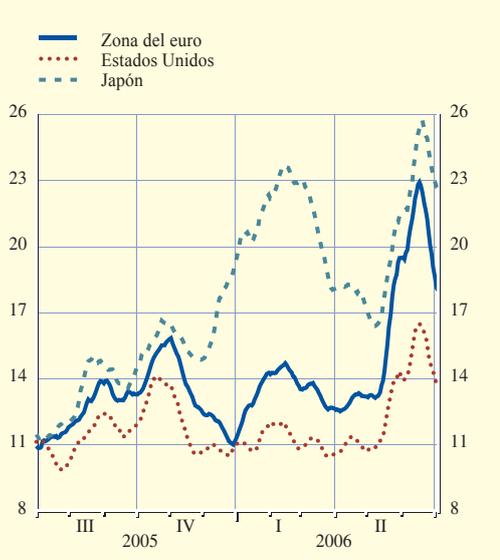
(índice: 1 julio 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; media móvil de diez 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.

Dow Jones EURO STOXX, apenas registraron variaciones entre finales de mayo y el 5 de julio. Las de Estados Unidos y de Japón, medidas por el índice Standard & Poor's 500 y el índice Nikkei 225, respectivamente, experimentaron también escasos cambios durante el mismo período. Al mismo tiempo, en el transcurso del mes de junio la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo en los principales mercados, en relación con los niveles muy altos alcanzados al principio del mes (véase gráfico 16).

El nivel generalmente estable de las cotizaciones bursátiles estadounidenses reflejó el hecho de que, por un lado, la cautela que venían mostrando los inversores se relajó, en el contexto de expectativas menos pesimistas respecto a las consecuencias adversas que la elevación de los tipos de interés oficiales pudiese tener para el crecimiento económico. Por otro lado, el aumento del rendimiento real de los bonos, que actúa como factor de descuento para los futuros beneficios empresariales, ejerció presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles.

En línea con la evolución de los mercados bursátiles internacionales, las cotizaciones de la zona del euro se situaron al final del período examinado en niveles cercanos a las cotas registradas a finales de mayo. Este comportamiento fue determinado por varios factores. Los tipos de interés a largo plazo subieron en junio, reduciendo el valor actual esperado de los futuros pagos de dividendos. La preferencia de los inversores por activos de riesgo como las acciones puede haber decrecido, provocando una elevación de las primas de riesgo de las acciones en junio y, por ende, presiones bajistas adicionales sobre las cotizaciones bursátiles. En efecto, los resultados comparativamente mejores observados en junio en los sectores de menor riesgo, como el sector sanitario, y los resultados relativamente peores de los sectores de mayor riesgo, como el tecnológico, sugieren que la tolerancia al riesgo de los inversores se ha mantenido en niveles reducidos, en un contexto de acentuada incertidumbre de los mercados bursátiles. Por el contrario, el crecimiento de los beneficios empresariales, observados y esperados, siguió siendo vigoroso. En junio, los analistas de los mercados bursátiles confiaban en la pujanza del crecimiento anual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, que situaban en torno al 10%, tanto en los próximos doce meses como en horizontes temporales de tres a cinco años vista. Estas perspectivas de ganancias pueden estar, en cierta medida, relacionadas con la percepción de que el aumento de las fusiones y adquisiciones repercutirá favorablemente en los beneficios empresariales (véase recuadro 4).

Recuadro 4

TENDENCIAS RECIENTES EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA ZONA DEL EURO

En el 2005 y en los primeros meses del 2006, el importe de las fusiones y adquisiciones en las que empresas de la zona del euro actuaron como compradoras aumentó hasta alcanzar niveles relativamente próximos a los observados a finales de los noventa y principios de la presente década, cuando se produjo un auge de estas operaciones impulsado por los mercados bursátiles. A efectos de política monetaria es importante comprender las razones que han dado lugar a esta trayectoria y sus posibles consecuencias para la rentabilidad empresarial y para la situación patrimonial del sector empresas de la zona del euro, sobre todo si ello se considera conjuntamente con la abundante liquidez existente a escala internacional y la pujanza de los mercados de renta variable durante la mayor parte de este período. En este contexto, en este recuadro se consideran las características de la actual oleada de fusiones y adquisiciones en la zona del euro.

En mayo del 2006, el importe de las operaciones de fusión y adquisición realizadas durante los doce meses precedentes en las que empresas de la zona del euro actuaron como compradoras fue de 466 mm de euros. De estas operaciones, el importe de las efectuadas por sociedades no financieras y por sociedades financieras de la zona ascendió a 280 mm de euros y 186 mm de euros, respectivamente.

Gráfico A Importe de las operaciones de fusión y adquisición en las que sociedades no financieras de la zona del euro actúan como compradoras, por modalidad de pago

(mm de euros, sumas móviles de doce meses)



Fuente: Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).
Nota: Los datos se refieren a operaciones cerradas.

Gráfico B Importe de las operaciones de fusión y adquisición de la zona del euro, por sector adquirente

(mm de euros, sumas móviles de doce meses)



Fuente: Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).
Nota: Los datos se refieren a operaciones cerradas.

En comparación, a principios del 2001, cuando se registró un máximo en el anterior período de auge de las fusiones y adquisiciones, el importe anual correspondiente de las adquisiciones por parte de sociedades de la zona del euro alcanzó los 782 mm de euros, correspondiendo 550 mm a operaciones de sociedades no financieras y 232 mm de euros a las del sector de sociedades financieras. Al igual que en períodos anteriores, el importe actual de las fusiones y adquisiciones realizadas por sociedades de la zona del euro fue inferior al de las operaciones en las que empresas estadounidenses actuaron como compradoras, las cuales alcanzaron un importe anual acumulado de 904 mm de euros en mayo del 2006.

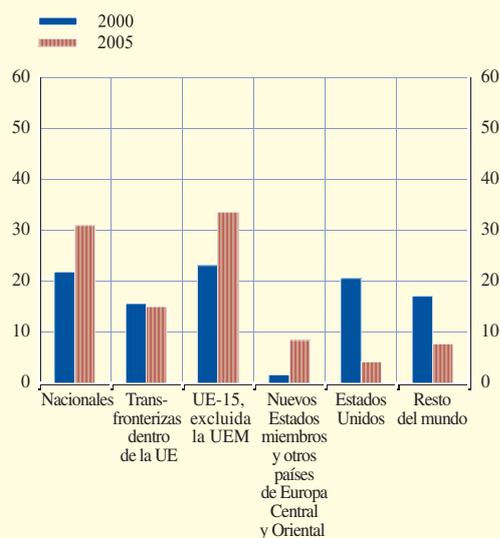
Sector de sociedades no financieras

El intenso crecimiento de las operaciones de fusión y adquisición en la zona del euro observado en los dos últimos años parece haber estado impulsado, fundamentalmente, por las muy favorables condiciones de financiación, que se reflejaron en unos reducidos costes de la financiación mediante deuda y una abundante oferta de crédito, así como en una sólida evolución de los beneficios, en un período en el que la inversión empresarial se ha mantenido relativamente moderada¹. En particular, tras un período de saneamiento de balances y de persistente y elevado crecimiento de los beneficios, las tenencias de efectivo de las sociedades no financieras de la zona del euro se han incrementado sustancialmente en los últimos trimestres. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los préstamos a este sector aumentó hasta más del 10% en el primer trimestre, mientras que la tasa de crecimiento de la inversión en capital fijo, que tradicionalmente ha sido el principal impulsor de la evolución del total de préstamos, se situó en torno al 6%, en términos nominales interanuales, en el mismo período. Esta trayectoria puede sugerir que las considerables tenencias de efectivo, junto con el aumento del crecimiento de

1 Para conocer los detalles de la evolución reciente de los beneficios del sector de sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 5, titulado «Rentabilidad y evolución del apalancamiento de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2006.

Gráfico C Detalle por área geográfica del importe de las operaciones de fusión y adquisición en las que sociedades no financieras de la zona del euro actúan como compradoras

(en porcentaje de los importes anuales)



Fuente: Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).

Nota: Los datos se refieren a operaciones cerradas en términos nominales. La «UE-15 excluida la UEM» está formada por Dinamarca, Suecia y el Reino Unido. Los «nuevos Estados miembros y otros países de Europa Central y Oriental» son los diez nuevos Estados miembros y otros países de Europa Central y Oriental (Bulgaria, Rumanía, Moldavia, Ucrania, Rusia y los países de la antigua Yugoslavia).

los préstamos, han servido para financiar, de manera creciente, las fusiones y adquisiciones. Esta opinión se ve respaldada por el predominio actual de las financiadas con efectivo que, en el primer trimestre del 2006, alcanzaron un nivel próximo al máximo registrado en el año 2000 en términos de importe (véase gráfico A). También es posible que, en parte, sea un reflejo del hecho de que el coste de las acciones sigue siendo sustancialmente superior al coste de la financiación mediante deuda, de lo que se desprende que las operaciones financiadas con acciones continúan siendo relativamente costosas en comparación con las que se financian con efectivo.

En cuanto a la composición por sectores, las fusiones y adquisiciones observadas en la actualidad contrastan con la oleada que se produjo a finales de los noventa y principios de la presente década, que se vio impulsada, en gran medida, por el auge de las empresas relacionadas con las tecnologías de la información y la concentración de los sectores de telecomunicaciones (véase gráfico B). De este modo, en comparación con el período comprendido entre 1999 y el 2001, el sector tecnológico, de medios de comunicación y de telecomunicaciones

ha desempeñado un papel menor en las operaciones de los dos últimos años.

Si se considera la dirección de las fusiones y adquisiciones, las operaciones entre empresas nacionales continúan siendo las más habituales, mientras que el número de operaciones transfronterizas ha sido más reducido (aunque, con frecuencia, han sido por importes considerablemente más elevados)². Concretamente, la importancia de las fusiones y adquisiciones transfronterizas dentro de la zona del euro continúa siendo limitada (representando el 14% del total de operaciones en el 2005), lo que puede sugerir que los beneficios del Mercado Único y del euro todavía no se han aprovechado en todo su potencial. En lo que respecta a la dirección de las adquisiciones transfronterizas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro, actualmente, las de empresas estadounidenses son menos importantes en cuanto a su importe que en la anterior oleada de fusiones y adquisiciones, mientras que las de empresas del Reino Unido, de los nuevos Estados miembros y de otros países de Europa Central y Oriental han aumentado de importancia (véase gráfico C).

Sector de sociedades financieras

El sector financiero sigue desempeñando un papel predominante en el conjunto de fusiones y adquisiciones (véase gráfico B), lo que podría indicar que el proceso de integración del sector bancario

² Por ejemplo, las fusiones y adquisiciones nacionales constituyeron el 63% del total de operaciones en el 2005.

³ Véase también el recuadro 2, titulado «La evolución del capital riesgo y del capital inversión en Europa», en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

Europeo sigue en marcha, continuando con ello la tendencia observada en las dos últimas décadas. Además, también podría reflejar la creciente importancia del sector de capital inversión en la zona del euro³.

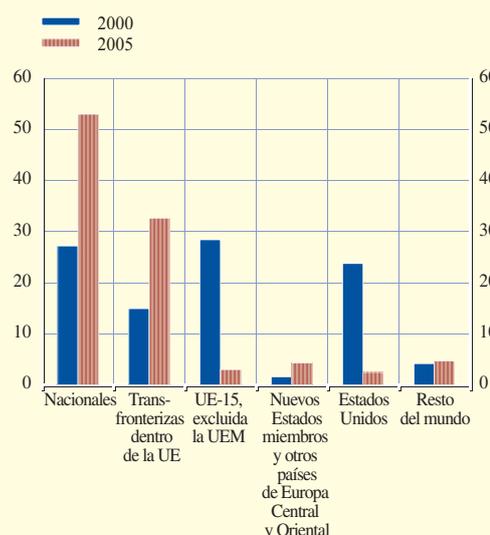
De manera similar a la evolución observada en el sector de sociedades no financieras, la reciente intensificación de las fusiones y adquisiciones en las que sociedades financieras de la zona del euro participaron como compradoras se caracteriza por una elevada proporción de operaciones financiadas con efectivo, las cuales, en los dos últimos años, representaron entre el 70% y el 90% del importe total de las fusiones y adquisiciones.

Si se considera la dirección de las operaciones de fusión y adquisición realizadas por las sociedades financieras de la zona del euro, en el 2005 predominaron las operaciones entre empresas nacionales, tanto en lo que respecta al número como al importe (véase gráfico D). Es muy probable que esto se deba a la persistencia del proceso de integración de los sectores bancarios nacionales. Al mismo tiempo, ese año se observó un notable aumento de las fusiones y adquisiciones transfronterizas del sector financiero de la zona del euro, en comparación con lo ocurrido en el año 2000. De igual forma, el importe de las operaciones de fusión y adquisición de instituciones financieras de los nuevos Estados miembros fue, en términos relativos, más elevado en el 2005 que en el 2000, mientras que lo contrario es aplicable a las operaciones de adquisición de instituciones financieras en Estados Unidos.

En síntesis, la intensificación de las operaciones de fusión y adquisición en las que participaron sociedades no financieras de la zona del euro en los últimos años se ha producido en un contexto de mejores situaciones patrimoniales y de unas condiciones de financiación muy favorables, lo que ha propiciado un marcado incremento de las operaciones financiadas con efectivo. Además, en comparación con el auge de fusiones y adquisiciones de finales de los noventa y de principios de la presente década, actualmente, el papel del sector tecnológico, de medios de comunicación y de telecomunicaciones es reducido. Por otra parte, una proporción considerable de las fusiones continúa realizándose dentro de las fronteras nacionales. Al mismo tiempo, mientras que el principal objetivo de las operaciones de fusión y adquisición transfronterizas de las sociedades no financieras de la zona del euro de finales de la década de los noventa y principios de la presente década fueron empresas de Estados Unidos, en los últimos años han sido, en gran medida, empresas ubicadas en los nuevos Estados miembros y en el Reino Unido. Por último, en lo que respecta a las operaciones de fusión y adquisición realizadas por sociedades financieras de la zona del euro, las fusiones transfronterizas dentro de la zona han aumentado de importancia en los últimos años.

Gráfico D Detalle por área geográfica del importe de las operaciones de fusión y adquisición en las que sociedades financieras de la zona del euro actúan como compradoras

(en porcentaje de los importes anuales)



Fuente: Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).

Nota: Los datos se refieren a operaciones cerradas, en términos nominales. La «UE-15 excluida la UEM» está formada por Dinamarca, Suecia y el Reino Unido. Los «nuevos Estados miembros y otros países de Europa Central y Oriental» son los diez nuevos Estados miembros y otros países de Europa Central y Oriental (Bulgaria, Rumanía, Moldavia, Ucrania, Rusia y los países de la antigua Yugoslavia).

³ Véase el recuadro 2, titulado «La evolución del capital riesgo y del capital inversión en Europa», en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

3 PRECIOS Y COSTES

Según las estimaciones, la inflación de la zona del euro se mantuvo en el 2,5% en junio del 2006, sin cambios con respecto al mes precedente. La presión alcista del aumento de los precios de las materias primas persistió y existen indicios crecientes de transmisión de este encarecimiento a los precios en las fases finales de la cadena de producción. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales permaneció en una senda moderada y se espera que perdure esta contención. No obstante, es probable que las tasas de inflación permanezcan por encima del 2% en el segundo semestre del 2006 y como promedio en el 2007, como consecuencia del alza de los precios de las materias primas y de la elevación prevista de los impuestos indirectos. Los riesgos para estas perspectivas siguen apuntando al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE JUNIO DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,5% en junio del 2006, el mismo nivel que el registrado en mayo (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle de los componentes del IAPC, los datos parciales indican que la estabilidad de la tasa de inflación medida por el IAPC puede ocultar una evolución divergente de los distintos componentes del índice. La tasa de variación interanual de los precios de la energía puede haber descendido ligeramente en junio, como resultado de la moderación de los precios del petróleo, y de un efecto de base favorable. Por el contrario, se espera que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se haya elevado, como consecuencia, probablemente, de un efecto de calendario. Sin embargo, dado que se trata de datos preliminares, existe una considerable incertidumbre en torno al detalle por sectores.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA MAYO DEL 2006

En mayo del 2006, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 2,5%, desde el 2,4% de abril. Este incremento fue resultado, principalmente, de la contribución del componente energético, reflejo, fundamentalmente, de un efecto de base. Sin embargo, la incidencia alcista de los precios energéticos fue atemperada por la reducción de la inflación en los precios de los servicios (véase gráfico 17).

La evolución a corto plazo de los precios de la energía fue ligeramente más moderada en mayo, con un crecimiento intermensual del 1%, frente al 2,8% de abril. Ello fue consecuencia de la contención de

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

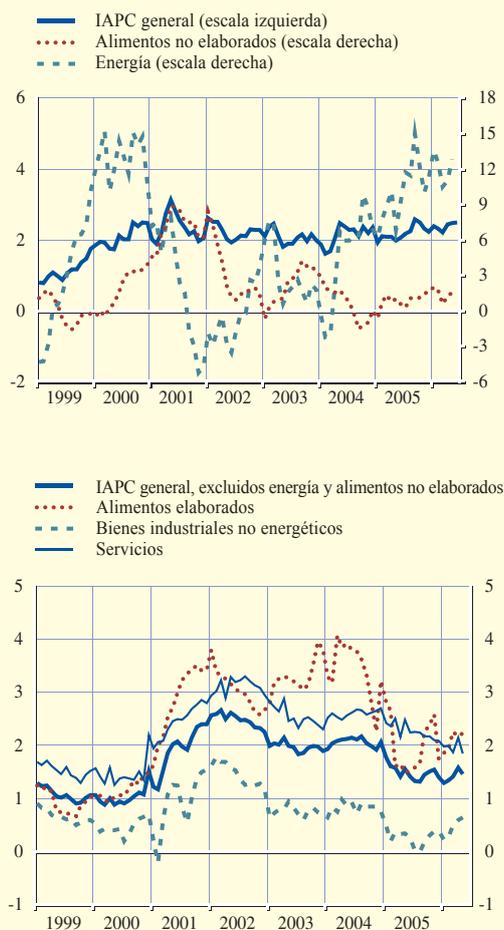
	2004	2005	2006 Ene	2006 Feb	2006 Mar	2006 Abr	2006 May	2006 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	2,5
Energía	4,5	10,1	13,6	12,5	10,5	11,0	12,9	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	2,0	1,7	0,6	1,2	1,5	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	1,9	1,9	2,3	2,2	2,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6	.
Servicios	2,6	2,3	2,0	2,0	1,9	2,2	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,3	4,1	5,3	5,4	5,1	5,5	6,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	52,5	51,8	52,6	57,6	55,7	55,4
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	25,5	25,5	20,0	25,4	31,5	22,0

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

1) La inflación medida por el IAPC de junio del 2006 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

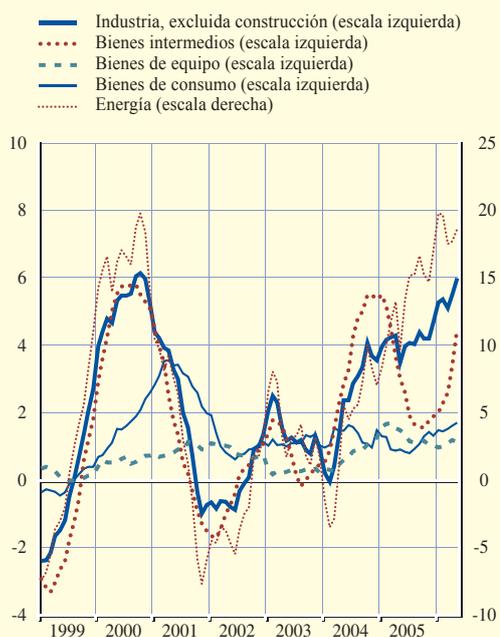
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

los precios del petróleo. Sin embargo, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC aumentó en mayo, debido a un efecto de base desfavorable, ya que los precios de la energía bajaron en tasa intermensual en el mismo mes del año pasado. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se incrementó también en mayo.

Por el contrario, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, disminuyó ligeramente en mayo, hasta el 1,5% desde el 1,6% de abril, como resultado de la reducción de la inflación en los precios de los servicios. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de un efecto de calendario que afectó, en particular, a la evolución de los precios de las vacaciones organizadas, relacionada con las fechas más tempranas en las que cayeron las vacaciones de primavera (asociadas a los días festivos de Semana Santa y Pentecostés) en el 2005, en comparación con el 2006. Las tasas de variación interanual de los otros dos componentes del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, es decir, los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, se mantuvieron estables en mayo. Sin embargo, el aumento gradual de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos registrado desde mediados del 2005 puede apuntar a la existencia de algunos efectos indirectos del alza de los costes energéticos sobre los precios de consumo, aunque puedan ser atenuados por la fuerte competencia internacional.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La evolución experimentada por los precios industriales en mayo sugiere que la elevación de los costes de los bienes intermedios sigue transmitiéndose a los precios en las fases finales de la cadena de producción. La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, aumentó 0,5 puntos porcentuales en comparación con abril, hasta alcanzar el 6%, nivel muy próximo a la máxima tasa de variación registrada en el anterior período de fuertes subidas de los precios del petróleo entre los años 1999 y 2000, y uno de los más altos observados desde el inicio de la década de los noventa.

Casi todos los principales componentes de los precios industriales (es decir, precios de los bienes intermedios, de equipo, de consumo y energéticos) contribuyeron a este último ascenso, pero el de los precios de los bienes intermedios fue particularmente acusado (véase gráfico 18). Los precios de los bienes intermedios aumentaron un 4,5% en tasa interanual, desde el 3,4% de abril, y un 0,8% en tasa intermensual. Esta evolución está en línea con el pronunciado incremento registrado en mayo en los precios de las materias primas industriales, especialmente en los metales, pero es posible que sea también reflejo de los efectos retardados del nivel persistentemente alto de los precios del petróleo. En el recuadro 5 se analiza con más detalle la relación entre la evolución de los precios de las materias primas industriales y la de los precios industriales. Los precios de producción de la energía permanecieron estables en tasa intermensual, reflejando pequeñas fluctuaciones de los precios del petróleo en mayo, pero aumentaron en tasa interanual como resultado del comportamiento de los precios del petróleo en mayo del 2005.

Recuadro 5

PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS INDUSTRIALES Y PRESIONES SOBRE LOS PRECIOS INDUSTRIALES DE LA ZONA DEL EURO

En el transcurso del año pasado, los precios de las materias primas industriales se dispararon en los mercados mundiales, hasta alcanzar máximos históricos. Dado que estas materias primas son un factor importante en el proceso de producción¹, en este recuadro se analizan las repercusiones de su encarecimiento sobre los precios industriales y su transmisión, a lo largo de la cadena de producción, hasta los precios de los bienes de consumo de la zona del euro.

Gráfico A Precios de las materias primas industriales en los mercados mundiales (en dólares estadounidenses)

(índice: 2000 = 100)



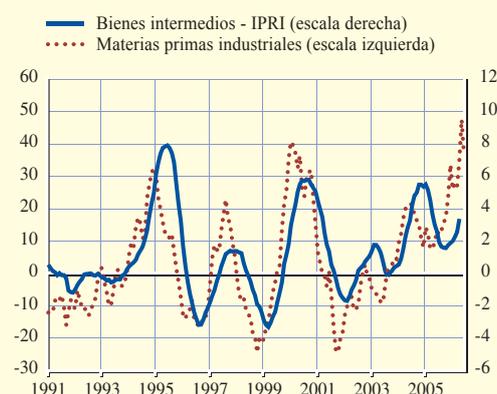
Fuente: HWWA.

Aunque los precios de las materias primas industriales han aumentado considerablemente en los mercados mundiales desde mediados del 2005, de hecho venían subiendo de forma constante desde el 2002, hasta alcanzar, en la actualidad, máximos históricos (en términos nominales) con respecto a los niveles observados en los últimos treinta años (véase gráfico A). En dólares estadounidenses, el índice HWWA de precios de materias primas industriales se elevó más de un 40% en el año hasta junio del 2006, como resultado, principalmente, del pronunciado incre-

¹ Este recuadro se centra en las materias primas industriales, es decir, las que se utilizan en los procesos de producción industrial y que comprenden algunas materias primas agrícolas (por ejemplo, materias textiles para hilatura y madera) y metales (metales no férricos, mineral de hierro y chatarra de acero).

Gráfico B Precios de las materias primas industriales y precios industriales de los bienes intermedios (en euros)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: HWWA y Eurostat.

Gráfico C Precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

mento de los precios de los metales. Otros componentes, como las materias textiles para hilatura o la madera, registraron aumentos mucho más reducidos. Aunque los precios de algunos metales han bajado el mes pasado, en general siguen siendo elevados.

La escalada de los precios de los metales puede atribuirse, fundamentalmente, a la fuerte demanda procedente de las economías emergentes de Asia, en particular de China. Al mismo tiempo, el crecimiento limitado de la producción y los altos precios de la energía han contribuido a elevar los precios de varias materias primas no energéticas, como el aluminio y el acero, que son intensivos en energía. Debido a los importantes costes de ajuste, la respuesta de los productores al incremento de la demanda no ha sido inmediata, dando lugar a algunos cuellos de botella en la cadena de suministro y a bajos niveles de existencias. Además, algunos casos de los que se tiene conocimiento parecen indicar que el creciente interés de los inversores financieros por diversificar su participación en los mercados mundiales de materias primas puede haber acentuado las presiones sobre los precios en algunos de estos mercados.

El alza de los precios de las materias primas industriales ha empezado ya a reflejarse en los precios en las primeras fases de la cadena de producción de la zona del euro. El gráfico B ilustra el movimiento correlacionado observado históricamente entre los precios de las materias primas industriales y los precios industriales de los bienes intermedios. Desde finales del 2005, la tasa de variación interanual de estos últimos precios ha vuelto a aumentar. Esta aceleración concuerda con el movimiento correlacionado que viene registrando históricamente con los precios de las materias primas industriales. También se corresponde con la evidencia procedente de las encuestas (concretamente, del índice de directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro), en las que los encuestados señalan que uno de los factores determinantes de las subidas de los precios de producción es la necesidad de ir trasladando a los mismos el incremento de los precios de la energía y de otras materias primas (especialmente, los metales).

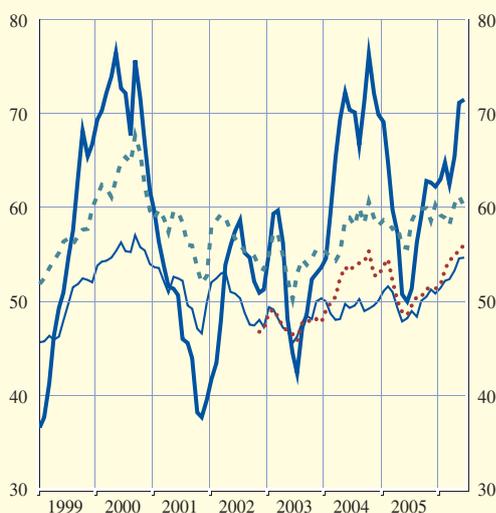
Los aumentos de precios registrados en las primeras fases de la cadena de producción incrementarán las presiones en las fases finales, incidiendo, en particular, en los precios de los bienes de consumo. El gráfico C muestra la evolución de los precios industriales de los bienes intermedios y de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, y la de los precios de los bienes industriales no energéticos del IAPC. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, ha aumentado desde el 2004, como reflejo del alza de los precios de las materias primas industriales y de los precios del petróleo. En cambio, otros factores, como el moderado crecimiento del PIB, la fuerte competencia y las evoluciones del tipo de cambio y de los costes laborales, pueden haber contribuido a atenuar la transmisión de la subida de los precios de las materias primas, sobre todo en comparación con el período 2000-2001. No obstante, se espera que esta situación afecte a los precios de los bienes de consumo en el futuro, a medida que los efectos indirectos de los anteriores aumentos de los precios de las materias primas se trasladen a lo largo de la cadena de producción, especialmente en un contexto de recuperación de la actividad económica.

Contrariamente a la contribución de los precios de la energía y de los bienes intermedios al aumento general de los precios industriales, la de los precios de los bienes de consumo fue reducida. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo (también si se excluyen los componentes más volátiles, como los alimentos y el tabaco) volvió a subir en mayo, señalando la persistencia de la transmisión del alza de los costes de los bienes intermedios a los precios en las fases finales de la cadena de producción. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo disminuyó ligeramente en mayo, manteniéndose, prácticamente sin cambios, escasamente por encima del 1% durante casi un año.

Gráfico 19 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- Sector manufacturero; precios cobrados
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



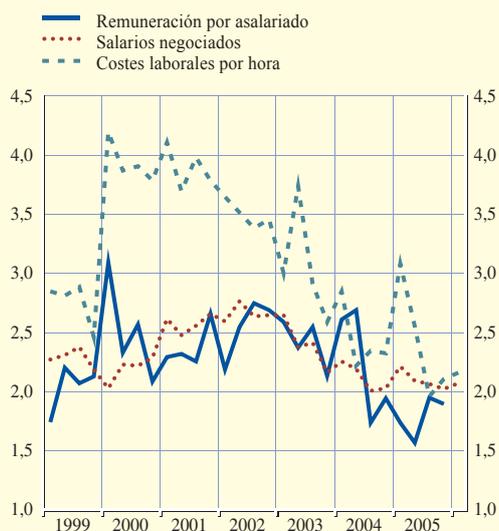
Fuente: NTC Economics.

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 de las encuestas sobre precios sugieren que, en el mes de junio, se mantuvieron las presiones alcistas sobre los precios industriales y se acentuó la transmisión de los costes de los bienes intermedios a los precios de venta. Según NTC Economics, el índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero se elevó nuevamente en junio, aunque a un ritmo más lento que en mayo (véase gráfico 19). El incremento estuvo asociado, en gran medida, a la subida de los precios de la energía y de los productos de metal. Los precios cobrados en el sector manufacturero aumentaron también en junio, alcanzando un nuevo máximo histórico y confirmando que el alza de los costes de los bienes intermedios se estaba trasladando a los clientes, en el contexto de una creciente capacidad de fijación de precios y de una fuerte demanda. El índice de precios de los bienes intermedios del sector servicios disminuyó ligeramente en junio del 2006, aunque manteniéndose en un nivel elevado. Además de los costes de la energía, también crecieron los costes de personal. El índice de precios cobrados en el sector servicios permaneció, en general, estable en junio del 2006.

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

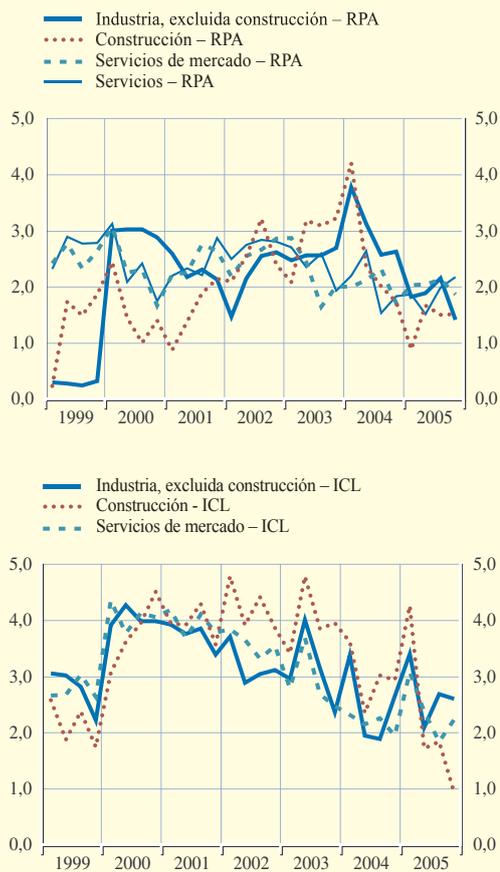
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los últimos indicadores de costes laborales concuerdan con la valoración de que la moderación salarial perduraba hasta comienzos del 2006 (véase gráfico 20). El crecimiento interanual del índice de costes laborales por hora aumentó ligeramente en el primer trimestre del 2006, hasta el 2,2% desde el 2,1% del trimestre anterior. Tras las revisiones a la baja realizadas en varios países de la zona del euro, que redujeron la tasa estimada de crecimiento correspondiente a la zona del euro en 0,2 puntos porcentuales, situándola en el 2,4% como promedio para el año 2005 (véase cuadro 6), el panorama general sugiere que la tasa de crecimiento interanual del índice de costes laborales por hora ha venido fluctuando en torno al 2,25% desde el segundo semestre del 2004.

Por lo que se refiere al detalle de los costes laborales por hora, la tasa de crecimiento interanual del componente de costes salariales repuntó hasta el 2,5%, frente al 2% del trimestre precedente (véase también el cuadro 5.1.3 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). Sin embargo, este aumento fue compensado, en gran medida, por la pronunciada caída (desde el 2,7% hasta el 1,2%) de la tasa de crecimiento interanual del componente de costes no salariales, que comprende las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios. A la luz de esta evolución, queda por ver si la reciente elevación de la tasa de crecimiento de los costes salariales es transitoria, similar a la observada en el primer trimestre del 2005, o más persistente.

Gráfico 21 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 hora.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2004	2005	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I
Salarios negociados	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1
Costes laborales totales por hora	2,4	2,4	3,1	2,6	2,0	2,1	2,2
Remuneración por asalariado	2,2	1,8	1,7	1,6	1,9	1,9	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,3	0,7	0,4	0,4	0,9	1,0	1,0
Costes laborales unitarios	1,0	1,1	1,3	1,1	1,0	0,9	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La evolución por sectores de los costes laborales por hora siguió siendo divergente en el primer trimestre del 2006, pero la brecha entre el crecimiento de los costes laborales por hora en la industria y en los servicios de mercado disminuyó ligeramente (véase gráfico 21). Tal y como se indica en el recuadro titulado «Evolución reciente de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad», publicado en el Boletín Mensual de abril del 2006, las diferencias entre las series de remuneración por asalariado y de costes laborales por hora deberían reflejar, fundamentalmente, el hecho de que los costes laborales se basan en datos por hora, mientras que la remuneración se calcula en términos de asalariados. A falta de información fiable sobre las horas de trabajo para el primer trimestre del 2006, en estos momentos es difícil extraer conclusiones sobre la evolución sectorial de la remuneración por asalariado a comienzos del 2006.

La información relativa a la evolución de otros indicadores de costes laborales de la zona del euro sugiere también que la evolución salarial general fue moderada en el primer trimestre del 2006. Los salarios negociados experimentaron un crecimiento del 2,1% en el primer trimestre del 2006, similar a la tasa media del 2005. Por otro lado, la información disponible sobre el crecimiento de la remuneración por asalariado a nivel nacional en el primer trimestre de este año apunta también a una evolución contenida en el conjunto de la zona del euro, tras registrarse una tasa de crecimiento interanual del 1,9% en el segundo semestre del 2005. Dado que el crecimiento de la productividad se estabilizó en el 1% en el primer trimestre del año, el crecimiento de los costes laborales unitarios debería haberse mantenido también en una senda moderada en ese período, conteniendo las presiones inflacionistas del mercado de trabajo.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En lo que queda del presente año y como promedio en el 2007, es probable que las tasas de inflación se mantengan por el encima del 2%, dado que los niveles de los precios dependerán de la evolución futura de los precios de la energía. Se espera que las presiones inflacionistas de los costes laborales sean moderadas en el 2007, especialmente en el sector manufacturero, en un contexto de fuerte presión de la competencia mundial. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio del 2006, los efectos indirectos de los anteriores aumentos de los precios energéticos y las modificaciones anunciadas de los impuestos indirectos tendrán, probablemente, una incidencia alcista sobre la inflación de la zona del euro.

Estas perspectivas están sujetas a varios riesgos alcistas, que incluyen fuertes subidas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, una mayor transmisión de anteriores incrementos de los precios de la energía a los precios de consumo, y aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Por último, y lo que es más importante, podría derivarse un riesgo inflacionista de una evolución de los precios y de los salarios menos moderada de lo previsto, debido a los efectos de segunda vuelta de anteriores subidas de los precios de la energía.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se fortaleció en el primer trimestre del 2006 con respecto al último trimestre del 2005. Este repunte es atribuible a la fuerte contribución del consumo privado y de la demanda exterior neta. El aumento del consumo privado se basó en una ligera mejora del mercado de trabajo y coincidió con una mayor confianza de los consumidores. La recuperación del crecimiento de las exportaciones estuvo relacionada con la favorable actividad económica mundial. De cara al futuro, se dan las condiciones necesarias para que se mantenga en la zona del euro la expansión económica en curso. En concreto, los indicadores procedentes de las encuestas han seguido mejorando. Los riesgos a largo plazo para estas perspectivas están asociados a posibles subidas de los precios del petróleo, una desaparición desordenada de los persistentes desequilibrios mundiales y posibles presiones para un mayor proteccionismo.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

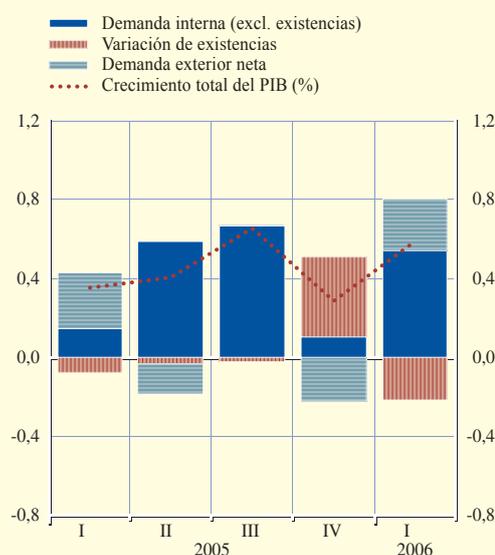
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La primera estimación de los datos de contabilidad nacional para el primer trimestre del 2006, que se presentó en el Boletín Mensual de junio del 2006, confirmó la valoración de un crecimiento económico sostenido. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6% en tasa intertrimestral. La contribución al crecimiento de la demanda interna (excluidas las existencias) en el primer trimestre del 2006 fue de 0,5 puntos porcentuales (véase gráfico 22). En concreto, la evolución del consumo privado fue positiva, con un crecimiento intertrimestral del 0,7%. Los indicadores económicos mensuales del gasto de los hogares no reflejaron este vigoroso crecimiento del consumo en el primer trimestre. La contribución estimada de las ventas del comercio al por menor al consumo privado en el primer trimestre fue cercana a cero, mientras que la aportación de las matriculaciones de automóviles fue ligeramente positiva. Así pues, el intenso crecimiento del consumo privado se debió a una evolución muy favorable del componente de ventas del comercio no minorista. La recuperación gradual del consumo privado en los últimos trimestres parece haberse sustentado en una ligera mejora del mercado de trabajo y está en consonancia con una mayor confianza de los consumidores.

El crecimiento de la inversión aumentó un 0,3% en el primer trimestre del 2006, tras un incremento del 0,2% en el cuarto trimestre del 2005 (cifra revisada a la baja en 0,1 puntos porcentuales). El crecimiento de la inversión en la zona del euro ha sido bastante moderado en los últimos trimestres. Un análisis de este crecimiento basado en los datos disponibles de los distintos países y en los indicadores económicos sobre la producción de la construcción sugiere que el débil comportamiento del primer trimestre del 2006 obedeció, principalmente, a la moderada evolución de la construcción. A su vez, esta moderación se debió fundamentalmente a la situación de Alemania, como consecuencia, probablemente, de un invierno inusualmente duro. Los datos disponibles de los distintos países muestran una evolución más favorable de la inversión en construcción en el segundo trimestre del 2006.

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

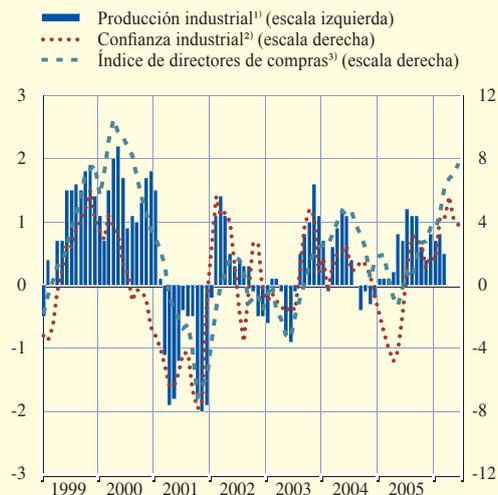
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

Gráfico 24 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.
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

La contribución de la demanda exterior neta en el primer trimestre del 2006 fue de 0,3 puntos porcentuales, lo que refleja un fuerte avance del crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones. Este crecimiento se sustentó en la favorable actividad económica mundial, mientras que la aceleración de las importaciones puede estar relacionada, en parte, con el más rápido crecimiento del consumo.

PRODUCTO DE LAS RAMAS DE PRODUCCIÓN Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El detalle del crecimiento por sectores en el primer trimestre del 2006 confirma que la recuperación es relativamente generalizada. El crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) y en los servicios aumentó en el primer trimestre. Al mismo tiempo, el valor añadido en la construcción se redujo como consecuencia de la evolución de esta rama de producción en Alemania, como se acaba de mencionar.

En abril del 2006, la producción industrial (excluida la construcción) se contrajo un 0,5% en tasa intermensual, tras un avance de la misma magnitud en el mes anterior. El descenso de la producción, que fue generalizado en todos los países, fue algo sorprendente, dados los movimientos favorables experimentados recientemente por diversos indicadores procedentes de encuestas. Sin embargo, la evolución más reciente de la producción industrial podría reflejar cierta volatilidad a corto plazo. Sobre la base de medias móviles centradas de tres meses, la producción industrial (excluida la construcción) creció un 0,4% en marzo, tras un incremento del 1% en febrero (véase gráfico 23). La reducción del crecimiento registrada entre marzo y abril también fue generalizada en todas las ramas de actividad, aunque fue más pronunciada en el sector de la energía.

Los nuevos pedidos industriales de la zona del euro registraron en abril un descenso del 0,3% en términos de medias móviles de tres meses, tras un ligero incremento en el primer trimestre del 2006. Sin embargo, los datos de nuevos pedidos menos volátiles, que excluyen otro material de transporte, como material marítimo, ferroviario y aeroespacial, muestra que se mantuvo la tendencia al alza observada desde marzo del 2005. No obstante, se precisa cierta cautela al interpretar la evolución reciente de los nuevos pedidos, pues las últimas estimaciones de Eurostat no incorporan aún los datos para Alemania.

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

Los últimos datos procedentes de las encuestas publicados en junio siguen proporcionando señales favorables para la actividad económica en el segundo trimestre del 2006, tanto en la industria como en los servicios.

El indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice de directores de compras de las manufacturas se elevaron de nuevo en junio, continuando con la tendencia al alza iniciada a mediados del 2005. El avance del indicador de confianza industrial de la Comisión es atribuible a la mejora de la valoración de la cartera de pedidos internos y exteriores y a la tendencia de la producción observada en los últimos meses. Entre las principales ramas de actividad, se registraron aumentos tanto en los bienes intermedios como en los bienes industriales, mientras que la confianza en los bienes de equipo se mantuvo sin cambios. La mayor contribución al crecimiento del índice de directores de compras provino de la mejora del índice de empleo. En general, el aumento que registró este índice en junio, junto con la mejora del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea apunta a un fortalecimiento de la actividad industrial en el segundo trimestre del 2006.

Los datos procedentes de las encuestas para el sector servicios se mantuvieron en junio prácticamente sin cambios. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea cayó ligeramente ese mes, sobre todo debido a la valoración de la evolución del empleo en los últimos meses y a la valoración del clima empresarial, mientras que la valoración de la demanda esperada no experimentó cambios. Con todo, la confianza de los servicios siguió situándose ligeramente por encima de su media histórica, y en el segundo trimestre del 2006 mejoró claramente con respecto al primer trimestre.

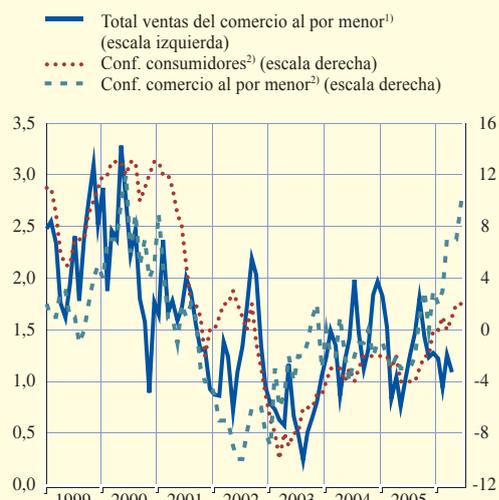
El índice de actividad comercial de la encuesta a los directores de compras de los servicios volvió a mejorar en junio, mejora que se vio reflejada también en otros componentes de la encuesta, a excepción del índice de expectativas futuras, que mostró un nuevo descenso. En general, el nivel actual de los indicadores de confianza de los servicios sugiere un nuevo fortalecimiento de la actividad económica en este sector en el segundo trimestre del 2006.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Después de un crecimiento relativamente moderado del consumo privado de la zona del euro durante el año pasado, los datos recientes presentan un panorama ligeramente más positivo. El consumo privado se elevó un 0,7% en el primer trimestre del 2006, debido, principalmente, a las ventas del comercio no minorista. El volumen de ventas del comercio al por menor cayó un 0,6% en tasa intermensual en mayo, tras un aumento del 1% en abril y un descenso del 0,6% en marzo. Así pues el crecimiento del volumen de las ventas del comercio al por menor se mantuvo moderado, reduciéndose en abril en 0,1%, en términos de medias móviles de tres meses centradas. Sin embargo, en mayo las matriculaciones de automóviles prosiguieron con el sólido patrón de crecimiento observado desde comienzos de año.

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

(datos mensuales)



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

DESEMPLEO

La tasa de paro se redujo en mayo hasta el 7,9%, continuando así la senda de descenso observada desde mediados del 2004, cuando se situaba en el 8,9%. En mayo, el número de parados disminuyó en cerca de 80.000 personas, tras descensos próximos a las 150.000 personas en los tres meses anteriores (véase gráfico 26). Aunque son evidentes los indicios de que la evolución subyacente del mercado de trabajo es positiva, las cifras de desempleo han de interpretarse con cautela porque las variaciones a corto plazo del paro aún se ven afectadas por factores estadísticos.

EMPLEO

El empleo aumentó un 0,3% en el primer trimestre del 2006 (véase cuadro 7). Esta es la primera vez que Eurostat ha publicado oficialmente cifras trimestrales del empleo total basadas en datos de contabilidad nacional. Anteriormente, el BCE facilitaba estimaciones del empleo en la zona a partir de los datos de contabilidad nacional proporcionados por Eurostat. Esta primera estimación está disponible sólo para el empleo total de la zona del euro; el detalle de las seis principales ramas de actividad se hará público en la segunda estimación, prevista para julio.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo se situó en el 1% en el primer trimestre del 2006 por segundo trimestre consecutivo. El crecimiento de esta variable ha aumentado desde mediados del 2005 tanto en la industria como en los servicios, aunque el ritmo ha sido más moderado en los servicios.

Las expectativas de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras señalan una nueva y gradual mejora en el mercado de trabajo en el segundo trimestre.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea no experimentó cambios en junio y se mantuvo algo por encima de su media a largo plazo (véase gráfico 25). La ligera mejora observada en las respuestas asociadas con la evolución pasada y presente se vio contrarrestada por el leve descenso de las respuestas relacionadas con las expectativas en los próximos meses.

En general, mientras que la evolución reciente de volumen de las ventas al por menor sigue siendo bastante moderada, otros indicadores, como las matriculaciones de automóviles, y otras encuestas e indicadores del mercado de trabajo proporcionan señales positivas para el consumo en el segundo trimestre del 2006.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Las últimas cifras disponibles corroboran la valoración de una mejora gradual en el mercado de trabajo. El empleo mejoró en el primer trimestre del 2006, mientras que la tasa de paro registró un nuevo descenso en los últimos meses.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				2006 I
	2004	2005	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	
Total de la economía	0,6	0,7	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,4	-0,9	-0,8	0,3	0,0	-0,3	.
Industria	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	.
Excluida la construcción	-1,7	-1,2	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	.
Construcción	1,5	2,3	0,7	0,4	0,1	1,0	.
Servicios	1,2	1,1	0,3	0,2	0,2	0,4	.
Comercio y transporte	0,7	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,2	.
Finanzas y empresas	1,7	1,9	0,3	0,2	0,7	0,9	.
Administración pública	1,3	1,1	0,2	0,3	0,3	0,2	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

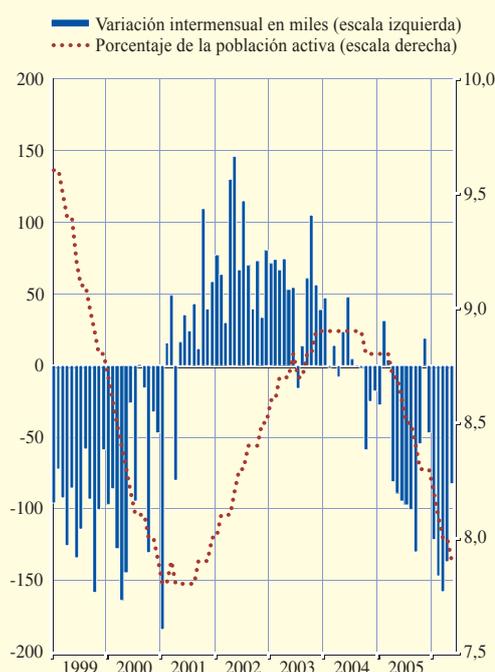
Aunque, en junio, las expectativas de empleo de las encuestas de la Comisión Europea se mantuvieron prácticamente sin cambios, tanto en la industria como en los servicios, éstas han mejorado significativamente desde mediados del 2005 en ambas ramas de actividad. En ese mismo mes, el indicador de empleo del índice de directores de compras mejoró tanto en los servicios como en la industria. Desde una perspectiva a más largo plazo, el indicador de empleo ha seguido una tendencia al alza desde mediados del 2003, para los servicios, y desde abril del 2005, para las manufacturas.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La valoración de la evolución reciente de la actividad económica de la zona del euro confirma que el crecimiento económico ha vuelto cobrar impulso y es más generalizado y sostenido en el primer semestre del 2006. Los últimos datos procedentes de las encuestas y algunos otros indicadores disponibles apuntan a la continuación de una perspectiva favorable para la actividad en el segundo trimestre del 2006. En particular, las mejoras en el mercado de trabajo registradas en los últimos meses, así como las favorables expectativas de empleo respaldan la valoración de una positiva evolución en curso del consumo privado. En general, los datos más recientes confirman la valoración anterior de una reconciliación paulatina de la evolución de las encuestas y de los datos observados. Los precios del petróleo, la desaparición desordenada de los persistentes desequilibrios mundiales y las posibles presiones para un mayor proteccionismo siguen constituyendo los mayores riesgos a la baja para las perspectivas a largo plazo de la actividad económica en la zona del euro.

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

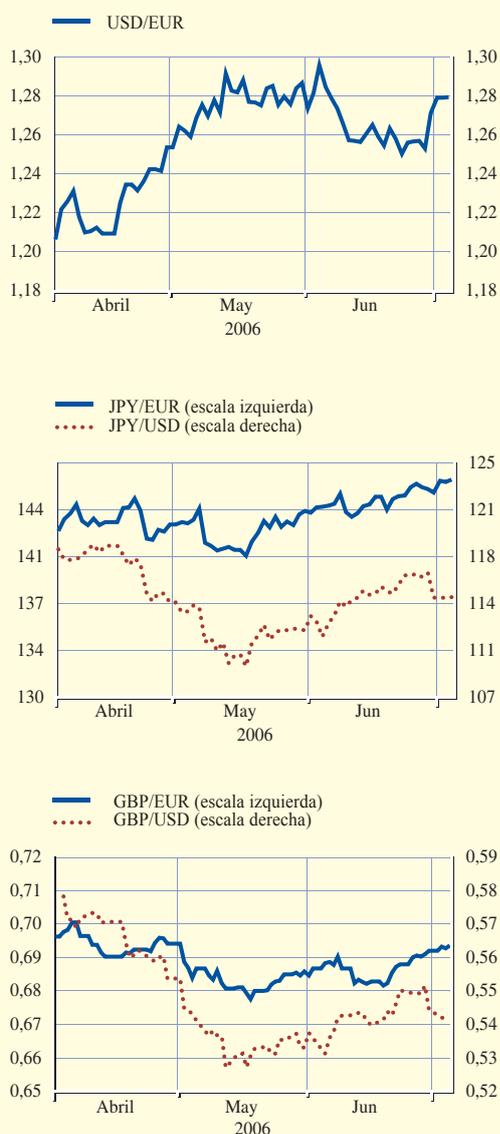
5 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro, tras experimentar una apreciación generalizada y continua desde marzo del 2006, se mantuvo prácticamente estable, en términos efectivos, en junio y principios de julio. Una considerable corrección a la baja frente al dólar estadounidense a comienzos de junio se compensó parcialmente con un repunte de la moneda única a finales de ese mes y con su apreciación frente al yen japonés y las monedas de varios de los nuevos Estados miembros de la UE.

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras alcanzar un máximo de 1,30 dólares el 5 de junio de 2006, el euro se depreció frente a la moneda estadounidense a lo largo del mes, para repuntar de nuevo los días siguientes y principios de julio (véase gráfico 27). La depreciación se debió, principalmente, a las expectativas a corto plazo de aumento de los diferenciales de tipos de interés a favor de Estados Unidos, en un contexto de preocupación en los mercados acerca de la evolución de la inflación en ese país. Al parecer, el dólar también se vio respaldado durante este período por algunos factores técnicos relacionados con la liquidación de posiciones de mercado sobre el tipo de cambio euro/dólar, a lo que hay que sumar la demanda de activos estadounidenses (en vista de las recientes pérdidas observadas en los mercados financieros de las economías emergentes). Tras la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de elevar el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,25%, el 29 de junio, el cambio registrado en las expectativas de los mercados respecto al rumbo futuro de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro, unido a una mejora de las perspectivas económicas de la zona, parecen haber reforzado el euro. El 5 de julio, el euro cotizaba a 1,28 dólares, un 0,6% por debajo del nivel de finales de mayo y un 2,8% por encima de la media del 2005.

YEN JAPONÉS/EURO

El euro se apreció frente al yen japonés en junio y principios de julio, alcanzando, el 5 de julio, un máximo histórico de 146,7 yenes por euro, es decir, un 1,7% por encima del nivel de finales de mayo y un 7,2% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 27). Las expectativas de los mercados respecto al rumbo fu-

turo de la política monetaria, tanto en Japón como en la zona del euro, junto con algunos factores técnicos relacionados con posiciones del mercado sobre el tipo de cambio euro/yen, parecen haber respaldado la moneda única durante este período.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En junio y en los primeros días de julio, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y continuaron cotizando al tipo de cambio correspondiente a la paridad central o en torno a dicha paridad (véase gráfico 28), con la excepción de la corona eslovaca, que experimentó presiones a la baja como consecuencia, fundamentalmente, de la preocupación de los mercados por la orientación futura de la política fiscal en Eslovaquia tras las elecciones nacionales. La intervención del Banco Nacional de Eslovaquia respaldó la corona que, el 5 de julio, cotizaba a un nivel próximo a su paridad central en el MTC II. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se apreció frente a la libra esterlina —cotizando el 5 de julio a 0,69 libras (un 1,1% por encima del nivel de finales de mayo y un 1,4% por encima de la media del 2005)— y se depreció frente a la corona sueca. El euro se fortaleció frente a las monedas de los nuevos Estados miembros más grandes de la UE en junio y a principios de julio. Entre el 31 de mayo y el 5 de julio, la apreciación más notable se registró frente al forint húngaro (un 6,8%), en un contexto de renovada inquietud por parte de los mercados respecto a las perspectivas fiscales a medio plazo de Hungría. Al mismo tiempo, se apreció un 2,2% frente al zloty polaco y un 0,9% frente a la corona checa.

OTRAS MONEDAS

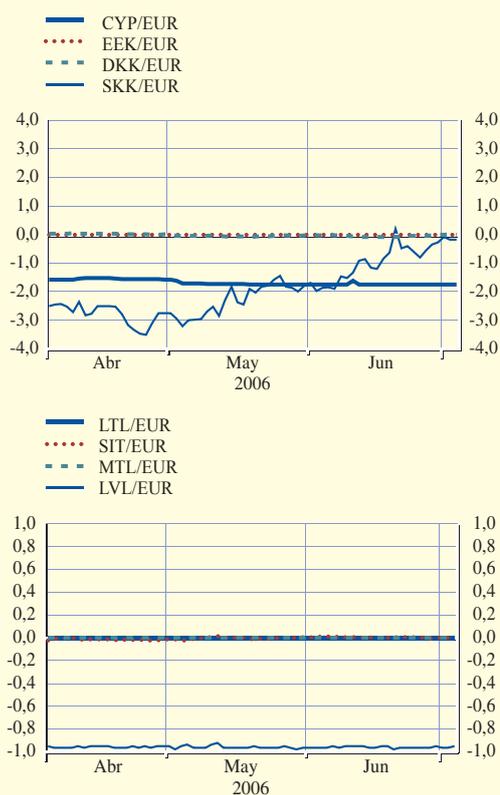
Entre finales de mayo y el 5 de julio, el euro se apreció frente a la corona noruega (1,8%) y el dólar australiano (1,3%), se mantuvo estable frente al dólar canadiense y el franco suizo, y se depreció frente a varias monedas de Asia, especialmente, frente al renminbi chino.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como resultado de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales, el 5 de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —es decir, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba en un nivel próximo al registrado a finales de mayo, y un 1,8% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 29).

Gráfico 28 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

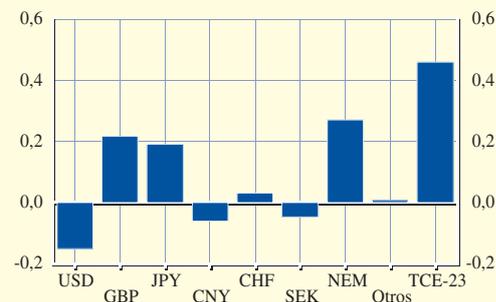
Notas: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja/alta de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

Gráfico 29 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de mayo al 5 de julio de 2006
(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-23 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro y la contribución agregada de las monedas de los diez nuevos Estados miembros (NEM) que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004. La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-23 de los otros siete socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

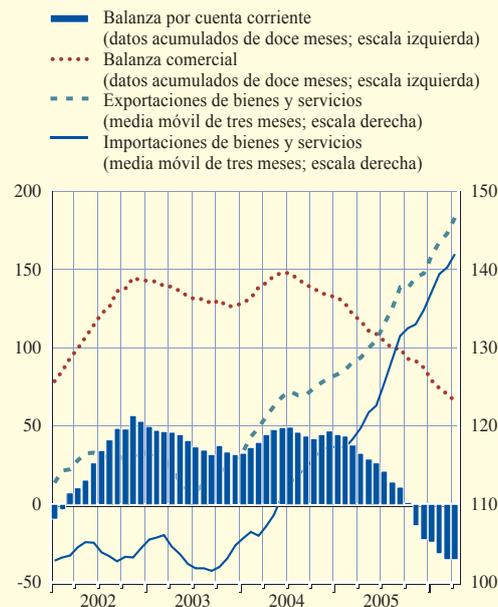
cuenta corriente, que pasó de superávit a déficit. En la cuenta financiera, las entradas netas acumuladas en el agregado de inversiones directas y de cartera continuaron aumentando en el período de doce meses transcurrido hasta abril, como consecuencia de las mayores entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos muestran que el crecimiento de las importaciones y de las exportaciones ha continuado siendo sólido (véase gráfico 30). La media móvil de tres meses de las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentó un 3,4% en abril con respecto la media móvil de tres meses de enero. Las importaciones de bienes y servicios registraron un incremento similar, en general, en el mismo período. Esto fue resultado del pronunciado crecimiento de las importaciones

Gráfico 30 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos muestran un persistente y sólido crecimiento de las importaciones y de las exportaciones. En abril, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit, frente al superávit contabilizado un año antes. La reducción del superávit de la balanza de bienes, que fue atribuible casi en su totalidad al incremento del coste de las importaciones de petróleo, explica la mayor parte del cambio en la balanza por

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2006		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2006 Mar	2006 Abr	2005 Jul	2005 Oct	2006 Ene	2006 Abr	2005 Abr	2006 Abr
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-1,8	-0,0	-0,3	-4,4	-5,1	-2,0	32,6	-35,3
Bienes	2,7	0,9	5,2	2,4	1,3	1,6	85,9	31,3
Exportaciones	111,6	113,7	100,4	104,0	107,7	112,3	1143,2	1.273,3
Importaciones	108,9	112,9	95,2	101,6	106,4	110,7	1.057,4	1.242,0
Servicios	2,8	3,1	2,5	2,8	3,3	3,1	31,4	34,8
Exportaciones	33,3	35,0	32,6	33,6	34,2	34,4	370,7	404,3
Importaciones	30,5	32,0	30,1	30,9	30,8	31,3	339,3	369,4
Rentas	-2,7	2,3	-3,2	-3,7	-4,4	-1,0	-24,7	-37,0
Transferencias corrientes	-4,7	-6,2	-4,7	-5,8	-5,3	-5,6	-59,9	-64,4
Cuenta financiera¹⁾	34,7	3,1	18,7	9,0	-5,8	17,0	31,2	116,7
Total inversiones directas y de cartera netas	57,1	-8,1	35,6	-1,8	-26,0	14,7	-4,6	67,3
Inversiones directas netas	8,6	-2,5	-28,7	-6,8	1,2	-6,4	-56,3	-122,3
Inversiones de cartera netas	48,4	-5,7	64,3	5,0	-27,2	21,1	51,7	189,6
Acciones y participaciones	39,8	-13,6	53,2	5,3	2,0	12,1	22,2	218,0
Valores distintos de acciones	8,7	7,9	11,1	-0,3	-29,2	8,9	29,5	-28,3
Bonos y obligaciones	11,0	5,1	9,9	-10,3	-20,2	3,5	20,5	-51,3
Instrumentos del mercado monetario	-2,3	2,8	1,2	10,0	-9,0	5,4	9,0	23,0
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,9	2,6	3,3	3,5	3,0	3,4	8,8	10,8
Importaciones	-1,8	3,9	4,7	5,7	3,5	3,5	11,7	15,4
Bienes								
Exportaciones	0,0	1,9	3,4	3,6	3,5	4,3	8,4	11,4
Importaciones	-1,4	3,7	5,1	6,7	4,7	4,1	13,2	17,5
Servicios								
Exportaciones	-4,0	5,0	2,8	3,2	1,6	0,6	10,0	9,0
Importaciones	-3,0	4,8	3,4	2,4	-0,1	1,5	7,4	8,9

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

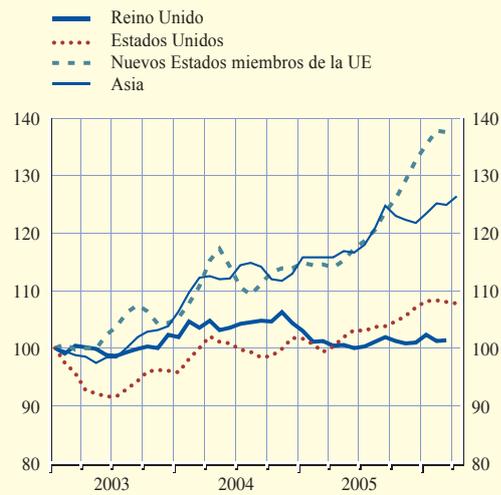
y exportaciones nominales de bienes (del 4,1% y el 4,3%, respectivamente). No obstante, en el caso de los servicios, el crecimiento de las importaciones y de las exportaciones fue considerablemente inferior en el citado período (del 1,5% y el 0,6%, respectivamente, véase cuadro 8).

La desagregación del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro por volúmenes y precios (disponible hasta marzo del 2006), muestra que el crecimiento de los precios de exportación repuntó considerablemente en el primer trimestre del 2006, debido, en parte, al incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas. El aumento de los precios de exportación también puede deberse, en cierta medida, al efecto retardado de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro registrada el año pasado. En general, en las fases de depreciación del euro, los exportadores de la zona del euro tienden a elevar sus márgenes subiendo los precios (expresados en euros), por lo que la depreciación se traduce, aunque sólo hasta cierto punto, en ganancias de competitividad¹. No obstante, si se tienen en cuenta los efectos favorables a la competencia de la globalización, es posible que su capacidad para hacerlo sea limitada.

1 En el artículo titulado «Competitividad y comportamiento de las exportaciones en la zona del euro» de este Boletín Mensual se describe en detalle cómo operan estos mecanismos, junto con una panorámica más general de las tendencias de exportación y competitividad en la zona del euro.

Gráfico 31 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

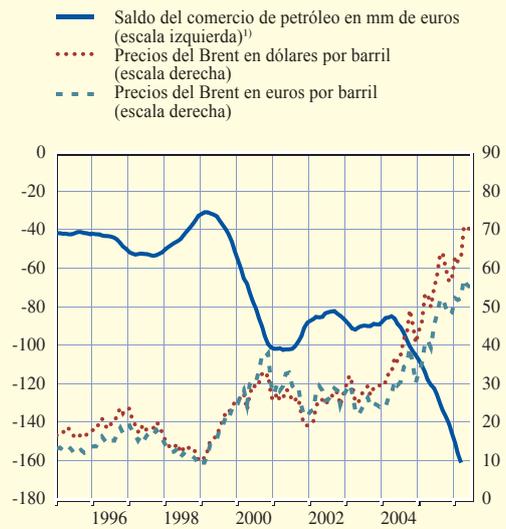
(índices: enero 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril del 2006, salvo para el Reino Unido y los nuevos Estados miembros de la UE (marzo del 2006).

Gráfico 32 Saldo del comercio de petróleo de la zona del euro y precios del Brent

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Bloomberg.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo del 2006, excepto el saldo del comercio de petróleo acumulado de 12 meses (marzo del 2006).
1) Saldo del comercio de petróleo acumulado de doce meses.

Mientras, las exportaciones en términos reales también aumentaron en el primer trimestre, respaldadas por unas condiciones favorables de la demanda internacional y, posiblemente, por el efecto retardado de las ganancias de competitividad anteriormente mencionadas. La mayor parte del crecimiento de las exportaciones reales se debe a la sólida evolución de las exportaciones a Asia y a los nuevos Estados miembros de la UE (véase gráfico 31), como consecuencia de la intensa demanda en estas regiones, mientras que las exportaciones al Reino Unido y a Estados Unidos fueron más bien moderadas. En términos de productos, las exportaciones reales de bienes de consumo se incrementaron de manera algo más rápida que las exportaciones reales de capital y bienes intermedios en el primer trimestre.

En cuanto a las importaciones de bienes, los significativos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas explican, en gran medida, el acusado crecimiento de las importaciones en términos nominales desde principios de año. Además, los precios de importación de las manufacturas también están subiendo, debido, en parte, a los mayores costes para los proveedores de importaciones resultantes de los incrementos de los precios de las materias primas, mientras que el efecto retardado de la depreciación del euro también puede estar transmitiéndose a los precios de importación. No obstante, la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro registrada en los últimos meses podría haber amortiguado las presiones al alza sobre los precios de importación. Por otra parte, el aumento de las importaciones de productos de precio relativamente más bajo de países como China está causando un impacto moderador a más largo plazo en los precios de las importaciones. Mientras, el crecimiento de las importaciones en términos reales fue ligeramente moderado en el primer trimestre, posiblemente como consecuencia del lento crecimiento de las categorías de gasto de la zona del euro con un fuerte

componente de importaciones, como la formación bruta de capital fijo, en el mismo período. Desde una perspectiva algo más a largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta abril del 2006 registró un déficit de 35,3 mm de euros (casi el 0,5% del PIB), en comparación con un superávit de 32,6 mm de euros (ó el 4% del PIB) un año antes. El descenso de 54,6 mm de euros del superávit de la balanza de bienes, que fue consecuencia, casi en su totalidad, del mayor coste de las importaciones de petróleo, explica gran parte del cambio observado en la balanza por cuenta corriente, de superávit a déficit. El déficit acumulado de doce meses del comercio de petróleo de la zona del euro fue de unos 160 mm de euros en marzo del 2006, aproximadamente 46 mm de euros más que un año antes (véase gráfico 32).

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta abril del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas de 14,7 mm de euros (véase cuadro 8), como consecuencia, principalmente, de las entradas netas en inversiones de cartera en forma de acciones (12,1 mm de euros) y de valores distintos de acciones (8,9 mm de euros), mientras que las inversiones directas registraron salidas netas (6,4 mm de euros).

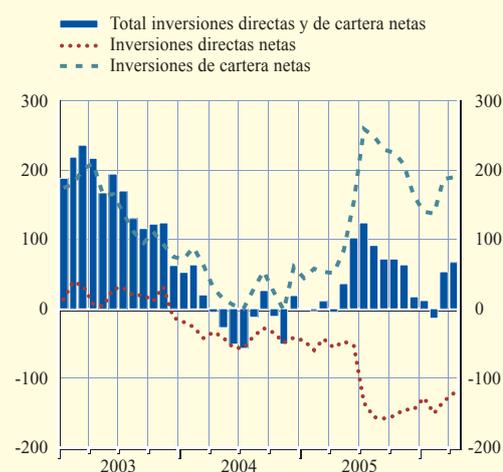
Si se consideran los datos acumulados de doce meses, el agregado de inversiones directas y de cartera contabilizó entradas netas por importe de 67,3 mm de euros en el período transcurrido hasta abril del 2006, en comparación con salidas netas de 4,6 mm de euros en el mismo período un año antes. Desde principios del 2005, este agregado ha mostrado un patrón fluctuante: tras aumentar en el primer semestre del año, las entradas netas descendieron de manera pronunciada en el segundo semestre, antes de recuperarse de nuevo (véase gráfico 33). Estas fluctuaciones fueron consecuencia, en gran medida, de la evolución de los flujos netos de las inversiones de cartera en forma de acciones.

Las entradas netas en inversiones de cartera en forma de acciones, que disminuyeron en el segundo semestre del 2005, empezaron a recuperarse en febrero del 2006, como consecuencia del aumento de la inversión extranjera en acciones y participaciones de la zona del euro. Esta evolución está asociada, en parte, con el mayor crecimiento de los beneficios empresariales y de la rentabilidad de las acciones en la zona del euro y en Estados Unidos. Además, la creciente evidencia de mejores perspectivas económicas en la zona del euro desde principios de este año puede haber sido un factor clave en esta evolución.

En lo que respecta a la inversión transfronteriza en valores de renta fija, se registraron salidas netas de valores distintos de acciones en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2006, ya que las salidas netas de bonos y obligaciones (51,3 mm de euros) se vieron compensadas, aunque sólo en parte, por las entradas netas en instrumentos del mercado monetario (23,0 mm de euros). La disminución de las entradas netas en bonos y obligaciones, que se inició en el cuarto trimestre del 2004, se transformó en salidas netas a finales del 2005. Esta evolución puede haber estado asociada al menor rendimiento de

Gráfico 33 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una entrada (salida) neta en (de) la zona del euro.

los bonos y obligaciones de la zona del euro frente a los valores distintos de acciones a largo plazo de Estados Unidos en este período. Sin embargo, la reducción de la inversión en bonos y obligaciones de la zona por parte de no residentes parece haber cesado, dadas las considerables adquisiciones de valores distintos de acciones a largo plazo de la zona del euro contabilizadas entre febrero y abril del 2006, una evolución que, a su vez, coincidió con un aumento de los rendimientos de los valores distintos de acciones de la zona del euro. En términos acumulados de doce meses, las salidas netas registradas en inversiones directas han sido bastante estables desde mediados del 2005 (véase gráfico 33).

INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO



El BCE concede gran importancia al análisis y a la evaluación de las expectativas del sector privado respecto a la inflación de la zona del euro. El BCE utiliza indicadores de expectativas de inflación para contrastar su propia valoración de las perspectivas de inflación a corto y medio plazo. Por otro lado, los indicadores de expectativas de inflación a más largo plazo señalan el nivel de credibilidad otorgado al BCE por los participantes en las encuestas y en los mercados financieros acerca del cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios.

En el presente artículo se analizan los indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro en horizontes temporales superiores a un año. En las encuestas se formulan preguntas directas sobre la inflación esperada, por lo que las respuestas pueden interpretarse como indicadores directos de las expectativas de inflación. Éstas pueden obtenerse también a partir de instrumentos de los mercados financieros para distintos horizontes temporales. Sin embargo, estas medidas pueden quedar distorsionadas por primas no observables, en particular las primas de riesgo de inflación, que dificultan su interpretación y análisis.

Las características positivas y negativas que presentan los distintos indicadores aconsejan la utilización de una amplia gama de medidas, que combinen el análisis y la comprobación periódica de fuentes diferentes. La evidencia disponible sugiere que, pese a registrarse varias perturbaciones alcistas sobre los precios y a producirse una desviación de las expectativas de inflación a corto plazo en relación con la inflación observada, las expectativas de inflación a más largo plazo se han mantenido sólidamente ancladas, lo que confiere un alto grado de credibilidad a la política monetaria orientada hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

I INTRODUCCIÓN

Para que la política monetaria pueda cumplir eficazmente el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios, es imprescindible estabilizar las expectativas de inflación del sector privado. Debido a los elevados costes que acarrea la inflación (y la deflación), la consecución de este objetivo contribuye a incrementar el bienestar económico y el crecimiento potencial de una economía¹. Así pues, el análisis y la evaluación de las expectativas del sector privado respecto a la inflación de la zona del euro son de suma importancia para el BCE. Además, el BCE puede utilizar también indicadores de expectativas de inflación para contrastar su propia valoración de las perspectivas de inflación futura.

En este artículo se analizan los indicadores disponibles de expectativas de inflación de la zona del euro en horizontes temporales superiores a un año. Por otra parte, se examinan varios factores que han de tenerse en cuenta, ya que influyen de forma significativa en la interpretación de los distintos indi-

cadore de expectativas de inflación. Estos factores son los siguientes: diferentes fuentes de expectativas de precios (encuestas y mercados financieros); distintos agentes económicos que intervienen en la formulación de las expectativas (hogares, expertos en previsión económica y participantes en los mercados financieros); y diferentes horizontes temporales de estas expectativas. El cuadro recoge los indicadores disponibles de expectativas de inflación, señalando sus disparidades y similitudes, en cuanto a agentes económicos, periodicidad y horizontes temporales.

En la segunda sección se describen los indicadores de expectativas de inflación de las encuestas y en la tercera se estudian los indicadores de los mercados financieros. En la cuarta se sopesan las ventajas y desventajas relativas de los dos conjuntos de indicadores, haciendo hincapié en la necesidad de contrastar las señales que proporcionan.

¹ Para más información sobre el papel de la política monetaria y los beneficios de la estabilidad de precios, véase BCE, «La política monetaria del BCE», 2004.

Cuadro I Indicadores disponibles de expectativas de inflación de la zona del euro a más de doce meses vista

Fuente	Agentes económicos	Periodicidad	Horizonte temporal
Indicadores de las encuestas			
Encuesta de la Comisión Europea a los consumidores	Consumidores	Mensual	A 12 meses vista
Encuesta del BCE a los expertos en previsión económica	Expertos en previsión económica	Trimestral	– Años naturales presente y siguiente (y horizontes a 1 y 2 años vista) – A 5 años vista
Consensus Economics	Expertos en previsión económica	Mensual Semestral	– Años naturales, presente y siguiente – De 6 a 10 años vista
Barómetro de la Zona del Euro	Expertos en previsión económica	Mensual Trimestral	– Años naturales, presente y siguiente – A 4 años vista
Indicadores de los mercados financieros			
Tasas de inflación implícita	Participantes en los mercados financieros	Intradía	De 2 a 30 años vista
Tipos de interés de los <i>swaps</i> iniciados con la inflación	Participantes en los mercados financieros	Intradía	De 2 a 30 años vista

2 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PROCEDENTES DE LAS ENCUESTAS

En la zona del euro existen varias encuestas de expectativas de inflación del sector privado, que se dividen en dos categorías generales: expectativas a corto plazo, es decir, de uno a dos años vista, y expectativas a más largo plazo. Las expectativas hasta a dos años vista son útiles para la política monetaria, ya que pueden contribuir a valorar la posible reacción de los agentes económicos ante distintas perturbaciones en los precios, además de reflejar la percepción de estas perturbaciones por parte del sector privado. Pueden ayudar, por ejemplo, a evaluar el riesgo de efectos secundarios derivados de una perturbación en los precios del petróleo. Cuanto más se extienda el horizonte temporal de las expectativas de inflación, menos se verán afectadas por la propagación a corto plazo de las perturbaciones, y más reflejarán el nivel de credibilidad otorgado al BCE por los agentes económicos acerca de su compromiso de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro.

ENCUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES

Desde 1985, la Comisión Europea realiza mensualmente una encuesta, dirigida a cerca de 20.000 consumidores de la zona del euro, en la que se recogen sus expectativas respecto a las tendencias de los precios de consumo en los doce meses siguientes. Esta encuesta se lleva a cabo a escala nacional y los resultados de la zona del euro se obtienen agregando los datos de los distintos países. No se solicita a los consumidores que concreten en una cifra precisa la tasa media de inflación esperada, sino que indiquen simplemente si esperan que la inflación suba, baje o se mantenga igual². En con-

2 Los participantes en la encuesta de la Comisión Europea dirigida a los consumidores contestan a la siguiente pregunta armonizada en todos los países: «En comparación con los pasados doce meses, ¿cómo considera que evolucionarán los precios en los próximos doce meses?»:

- subirán más rápidamente;
- subirán al mismo ritmo;
- subirán más lentamente;
- se mantendrán aproximadamente igual; o
- bajarán».

Véase también http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/businessandconsumersurveys_en.htm.

secuencia, la inflación esperada que refleja la encuesta es un indicador cualitativo, que sólo proporciona información sobre la dirección esperada y el ritmo de variación de los precios y, por ende, de las expectativas de inflación, en los doce meses siguientes³. En general, los resultados de la encuesta se sintetizan utilizando un saldo que indica la diferencia entre el porcentaje de consumidores que opinan que los precios de consumo subirán y el porcentaje de los que estiman que los precios bajarán o se mantendrán igual.

Antes de la introducción del euro en enero del 2002, existía una estrecha relación entre el indicador cualitativo de las expectativas de inflación de los consumidores recogidas en las encuestas de la Comisión Europea y la inflación observada, con un coeficiente de correlación cercano a 1 (véase gráfico 1). Un análisis de correlación cruzada entre las dos series revela que las expectativas de inflación de los consumidores tienden a mostrar una mayor correlación con la inflación observada en el pasado reciente, en el momento de la encuesta y hasta dentro de siete meses, que con la inflación a un año vista contemplada en la encuesta. Ello sugiere que el indicador de expectativas de inflación de los consumidores puede contener información sobre horizontes temporales más cortos que el plazo de doce meses al que se refiere la pregunta de la encuesta. También sugiere que las expectativas de inflación de los consumidores pueden estar fuertemente influidas por la inflación reciente y observada.

Después de la introducción del euro, la estrecha relación entre las expectativas de los consumidores y la inflación observada se desvaneció y la correlación entre las dos series se redujo hasta situarse en torno a 0,4, nivel en el que se viene manteniendo desde el 2002. Parece pues que la percepción por parte de los consumidores de que la inflación pasada había registrado un mayor aumento como consecuencia de la introducción de los billetes y monedas en euros distorsionó, al menos durante un cierto tiempo, sus expectativas respecto a la inflación futura (véase el recuadro titulado «Percepciones de los consumidores acerca de la inflación: ¿todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?»), en el Boletín Mensual de abril del 2005).

Gráfico 1 Expectativas de inflación de los consumidores e inflación observada medida por el IAPC



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

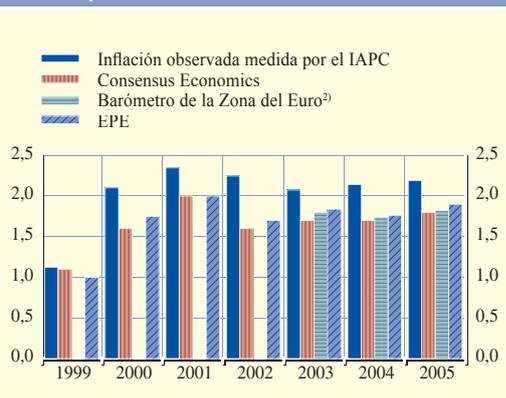
ENCUESTA DEL BCE A LOS EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA

Desde comienzos de 1999, el BCE realiza trimestralmente una encuesta a los expertos en previsión económica (EPE), en la que se recogen sus previsiones sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro a uno, dos y cinco años vista, y sobre algunas otras variables relevantes (principalmente, el crecimiento del PIB real y la tasa de desempleo)⁴. La encuesta va dirigida a más de 70 expertos en previsión económica de la Unión Europea, que han de poseer los conocimientos necesarios para formular previsiones macroeconómicas relativas a la zona del euro. Cerca del 60% de estos expertos pertenecen al sector financiero (sobre todo, entidades de crédito), mientras que el resto pertenece al sector no financiero (institutos de investigación, asociaciones empresariales y organizaciones de trabajadores).

3 También es posible obtener una medida cuantitativa de las expectativas de inflación a partir de las respuestas cualitativas incluidas en la encuesta de la Comisión Europea. Véase Forsells, M., y Kenny, G., «Survey Expectations, Rationality and the Dynamics of Euro Area Inflation», *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, Vol. 1, n.º 1, 2004, pp. 13-41.

4 Véase García, J. A., «An introduction to the ECB's Survey of Professional Forecasters», ECB Occasional Paper n.º 8, septiembre del 2003.

Gráfico 2 Expectativas de inflación de los expertos en previsión económica¹⁾ e inflación observada medida por el IAPC



Fuentes: Eurostat, BCE, MJEconomics y Consensus Economics.
 1) Previsiones de enero para el año en curso.
 2) A partir del 2003.

Desde los inicios de la EPE en 1999, los expertos encuestados han infravalorado la inflación en una media de 0,5 puntos porcentuales, en los horizontes temporales de uno y dos años. En promedio, los errores de la EPE parecen estar fuertemente correlacionados con la coincidencia de importantes perturbaciones imprevistas y generalmente alcistas, que han incidido en la inflación medida por el IAPC entre los años 1999 y 2006 (por ejemplo, las subidas de los precios del petróleo registradas en el 2000 y entre el 2004 y el 2006; los aumentos de los precios de los alimentos no elaborados originados por los brotes de encefalopatía espongiforme bovina y de fiebre aftosa observados en el 2001; y la elevación de los precios administrados y de los impuestos sobre el tabaco anunciada a finales del 2004).

Pese a esta infravaloración de la inflación, existen ciertas evidencias de que las expectativas de inflación recogidas en la EPE se corresponden bastante con las de otros indicadores y encuestas. Los estadísticos habituales de capacidad predictiva, como el error cuadrático medio, muestran que las previsiones de la EPE son más precisas que una previsión simplista puramente retrospectiva, y que contienen información sobre tasas de inflación futuras, adicional a la que ofrece la tasa de inflación correspondiente al pasado reciente. Desde 1999, las previsiones de la EPE son también ligeramente más precisas que una medida cuantificada de las

expectativas de inflación de los consumidores obtenida a partir de las respuestas a la encuesta de la Comisión Europea descrita anteriormente, lo que corrobora la idea de que los expertos en previsión económica tienen conocimientos técnicos que les permiten formular estimaciones más precisas de la inflación futura.

Los participantes en el EPE indican también sus expectativas de inflación a más largo plazo, es decir, a cinco años vista. La evidencia disponible hasta la última EPE realizada en abril del 2006 muestra que las expectativas de inflación media a largo plazo se han mantenido sin cambios en el 1,9% en 18 trimestres consecutivos. Sin embargo, el hecho de que esta media no haya variado desde comienzos del 2002 oculta revisiones periódicas que han ido realizando los distintos encuestados y que se han compensado mutuamente. En efecto, numerosos encuestados revisan y actualizan continuamente sus estimaciones de expectativas de inflación a más largo plazo. Un análisis individual de las respuestas pone de manifiesto que, en promedio durante el período comprendido entre el 2002 y el primer semestre del 2006, cerca de la mitad de los encuestados modificó sus expectativas a largo plazo de un año a otro.

Por último, otra característica de la EPE es que ofrece una distribución de probabilidad de la inflación esperada a corto y largo plazo. Esta información es de utilidad para evaluar los riesgos para las previsiones de inflación media percibidos por el sector privado en distintos horizontes temporales.

OTRAS ENCUESTAS SOBRE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Otras dos encuestas proporcionan también medias de previsiones de los expertos. Consensus Economics Inc., una empresa privada, publica mensualmente desde 1989 previsiones medias relativas a las principales variables económicas correspondientes a distintos países. Concretamente, la empresa publica medias de previsiones de unos 30 expertos (principalmente, entidades de crédito e instituciones financieras) sobre los precios de consumo de la zona del euro en el año en curso y en el año natural siguiente. Dos veces al año, en abril y octubre, Consensus Economics publica también

previsiones a más largo plazo (es decir, de seis a diez años vista). Aunque proceden de un número más reducido de encuestados que el de los participantes en la EPE, estas previsiones constituyen un indicador adicional y complementario de las expectativas de inflación a más largo plazo.

De forma similar, desde el 2002 MJEconomics, una empresa londinense de consultores, publica su Barómetro de la Zona del Euro, que contiene también las estimaciones de los expertos en previsión económica respecto a la inflación medida por el IAPC de la zona a uno y dos años vista, así como un desglose trimestral de las perspectivas a dos años vista. La empresa publica las previsiones a más largo plazo (hasta a cuatro años vista) con periodicidad trimestral.

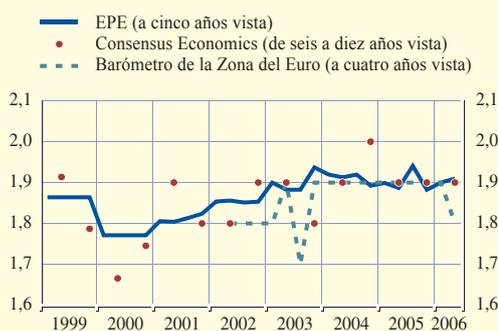
En los últimos años, las expectativas de inflación a un año vista obtenidas a partir de estas encuestas no han sido capaces de predecir, al igual que las de la EPE, el impacto de las perturbaciones alcistas en los precios registradas desde 1999 (véase gráfico 2). Sin embargo, se ha tratado de un período excepcional y no hay que extraer conclusiones generales de una muestra tan pequeña. Por ejemplo, el error cuadrático medio de las previsiones de Consensus Economics correspondientes al período 1990-1998 fue dos veces más pequeño que el observado en el período más reciente. En general, la evidencia muestra que al agregar las previsiones individuales del sector privado, la varianza del error de predicción tiende a reducirse. En consecuencia, las previsiones agregadas dan normalmente mejores resultados que las individuales.

Por lo que se refiere a las previsiones a más largo plazo, en los últimos años las expectativas de inflación de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro se han mantenido, a semejanza de las de la EPE, en un nivel bastante estable, inferior pero cercano al 2% (véase gráfico 3).

3 INDICADORES PROCEDENTES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro procedentes de los mercados finan-

Gráfico 3 Expectativas de inflación a más largo plazo



Fuentes: BCE, MJEconomics y Consensus Economics.
Nota: En los años 1999 y 2000, las expectativas de inflación a más largo plazo sólo se recogieron en la EPE de enero.

cieros se refieren, principalmente, a las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos indicados con la inflación y de los bonos nominales convencionales, así como de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación. En esta sección se analizan las expectativas de inflación de la zona del euro basadas en estos indicadores, en distintos horizontes temporales a largo plazo (superiores a dos y, especialmente, a cinco años). Dado que se trata de horizontes temporales más dilatados y que se dispone de estos instrumentos financieros sólo desde la introducción del euro, su relación predictiva con la inflación observada no puede valorarse todavía de forma adecuada.

TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITA

El mercado de bonos indicados con la inflación es una importante fuente de información de la que pueden extraerse las expectativas de inflación de los participantes en los mercados. Los bonos indicados con la inflación son bonos con pagos de principal y de cupones ligados a un índice de precios. El diferencial entre el rendimiento de un bono nominal convencional y el de un bono indicado con la inflación con el mismo vencimiento se denomina, con frecuencia, tasa de inflación implícita, dado que sería la tasa de inflación hipotética a la que el rendimiento real esperado (es decir, ajustado por la inflación) de los dos bonos sería el mismo si ambos se mantuvieran hasta su ven-

Gráfico 4 Tasas de inflación implícita de la zona del euro con distintos vencimientos

(datos diarios; en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

miento. Por consiguiente, las tasas de inflación implícita proporcionan información, obtenida de las operaciones de mercado, sobre las expectativas de inflación media de los participantes en los mercados durante el plazo residual de los bonos.

Sin embargo, la interpretación de las tasas de inflación implícita como un indicador de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado requiere cierta cautela.

En primer lugar, el índice de referencia utilizado normalmente para los bonos indicados con la inflación de la zona del euro es el IAPC, excluido el tabaco. Ya que, en los últimos años, la tasa de inflación medida por el IAPC general (es decir, incluido el tabaco) ha sido ligeramente más alta que la tasa medida por el IAPC, excluido el tabaco, se ha observado un leve sesgo negativo en las tasas de inflación implícita consideradas como indicadores de las expectativas de inflación medida por el IAPC general.

En segundo lugar, la tasa de inflación implícita tiende a sobrevalorar las expectativas de inflación, debido a la existencia de una prima de riesgo de inflación, y a infravalorarlas, como resultado de la incorporación de una prima de liquidez. Puesto que la inflación futura erosionará el flujo de pagos del bono nominal convencional, pero no afectará al del

bono indicado con la inflación, los inversores exigirán, probablemente, una prima de riesgo por mantener bonos nominales. Así pues, es probable que la diferencia entre los rendimientos de los bonos nominales y de bonos comparables indicados con la inflación lleve incorporada la prima de riesgo requerida por los inversores como remuneración por la incertidumbre respecto a la inflación que supone la tenencia de bonos nominales a largo plazo⁵. Por otro lado, la menor liquidez de los bonos indicados con la inflación en relación con la de los bonos nominales convencionales puede tener como consecuencia la incorporación en el rendimiento de los primeros de una prima de liquidez más elevada que la exigida por los segundos. Los diferenciales entre los precios de oferta y demanda de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, tienden a situarse unos puntos básicos por encima de los diferenciales de los bonos nominales convencionales.

En tercer y último lugar, las variaciones de las tasas de inflación implícita pueden ser, a veces, reflejo de factores de mercado institucionales y técnicos. Entre estos factores pueden citarse los siguientes: distorsiones derivadas de cambios impositivos, modificaciones de normas que afecten a la tributación de los inversores, incentivos que incidan en la demanda de instrumentos indicados con la inflación, o patrones estacionales de inflación originados por un desfase en la indicación de los bonos ligados a la inflación. Este último factor influye especialmente en las tasas de inflación implícita a corto plazo, y la manera en que este efecto se manifiesta depende de las circunstancias.

Aunque sean difíciles de aislar y cuantificar, todas estas posibles distorsiones han de tenerse en cuenta a la hora de interpretar las tasas de inflación implícita como un indicador de las expectativas

5 Las estimaciones cuantitativas de la prima de riesgo de inflación aplicable en Estados Unidos varían sustancialmente a lo largo del tiempo, pudiendo oscilar entre 20 y 140 puntos básicos. Véanse Ang, A., y Bekaert, G., «The Term Structure of Real Interest Rates and Expected Inflation», Columbia Business School, Working Paper, septiembre del 2003, y Buraschi, A., y Jiltsov, A., «Inflation risk premia and the expectations hypothesis», *Journal of Financial Economics*, 75, 2, 2005, pp. 429-490. Es todavía más difícil conseguir estimaciones cuantitativas fiables para la zona del euro, dada la reducida muestra disponible para la zona. Al final de esta sección se ofrecen algunas indicaciones sobre el nivel de estas estimaciones.

de inflación basado en los mercados. En particular, hay que considerar que, más que una «simple» tasa de inflación implícita esperada, el diferencial de rendimiento entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación refleja la remuneración total por la inflación exigida por los participantes en el mercado.

El gráfico 4 presenta las tasas de inflación implícita calculadas a partir de los bonos indicados con la inflación con distintos vencimientos (2012, 2020 y 2032), que el Tesoro francés viene emitiendo desde enero del 2002. El primer bono indicado con la inflación de la zona del euro se emitió en noviembre del 2001. También existen bonos con otros vencimientos, emitidos por el Estado en Francia, Italia, Grecia y, desde marzo del 2006, Alemania. Todos estos bonos están indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. El gráfico permite realizar varias observaciones. En primer lugar, como era de esperar, las tasas de inflación implícita varían con el tiempo y según los vencimientos. En particular, hasta mediados del 2004 estas tasas experimentaron acusadas fluctuaciones. En segundo lugar, cuanto más largo sea el plazo, más alta tenderá a ser la tasa de inflación implícita, como reflejo, probablemente, de que la prima de riesgo de inflación aumenta con el horizonte temporal. Desde el 2005, las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2012 y el 2020 se han mantenido entre el 2% y el 2,25%, mientras que las tasas de inflación implícita derivadas de los bonos con vencimiento en el 2032 han oscilado entre el 2,1% y el 2,4%.

La creciente diversidad de vencimientos de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro permite comparar directamente las expectativas de inflación media en diferentes horizontes temporales. A este respecto, el cálculo de las tasas de inflación implícita a futuro incorporadas en las tasas de inflación implícita corriente resulta ser particularmente útil. Las tasas de inflación implícita corriente deberían reflejar la remuneración media por la inflación exigida por los inversores durante el plazo residual del bono. Por ejemplo, este período puede desglosarse en la remuneración media por la

inflación hasta el 2012, medida por las tasas de inflación implícita corriente obtenidas de los bonos franceses indicados con la inflación con vencimiento en el 2012, y la remuneración media por la inflación entre el 2012 y el 2015, medida por la tasa de inflación implícita a futuro derivada de los bonos franceses con vencimiento en el 2012 y el 2015. Asimismo, la mayor variedad de bonos de la zona del euro indicados con la inflación y con distintos vencimientos permite calcular el rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento constante y también las tasas de inflación implícita con vencimiento constante (véase el recuadro titulado «Estimación de los bonos indicados con la inflación y de las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con vencimiento constante», en el presente Boletín Mensual).

El diferencial entre, por ejemplo, las tasas de inflación implícita a futuro a un año dentro de nueve y diecinueve años puede considerarse como una aproximación de la prima adicional de riesgo de inflación correspondiente a este período de diez años, dado que no existen motivos para alterar las expectativas de inflación en un horizonte temporal tan lejano, sin disponer de más información. Dicho de otro modo, dado que cabe esperar que no varíen las expectativas de inflación en horizontes temporales superiores a diez años, la diferencia entre las dos tasas de inflación implícita a futuro refleja una prima adicional de riesgo de inflación para plazos muy largos. Si se aplica este enfoque y se ignoran las eventuales primas de liquidez y los factores técnicos de mercado, la prima adicional de riesgo de inflación para este período de diez años se ha venido situando, como promedio, en torno a 25 puntos básicos desde enero del 2005. Es importante destacar que el nivel de la prima adicional de riesgo de inflación depende de los horizontes temporales utilizados en los cálculos, ya que el aumento de la prima tiende a disminuir a medida que se alarga el plazo.

Otra manera de obtener una cuantificación aproximada de la prima de riesgo de inflación incorporada en las tasas de inflación implícita es examinar la media a largo plazo de las diferencias entre las tasas de inflación implícita a

Gráfico 5 Tasas de inflación implícita a futuro de la zona del euro e indicadores de expectativas de inflación de las encuestas

(en porcentaje)



Fuentes: Consensus Economics, BCE, Reuters y cálculos del BCE.

futuro y las expectativas de inflación procedentes de las encuestas para un determinado vencimiento. En esta aproximación de la prima de riesgo de inflación se supone que, en general, las expectativas de los participantes en los mercados no se desvían de forma significativa durante largos períodos de tiempo de las expectativas de los participantes en las encuestas, y que el indicador de las encuestas proporciona una medida no sesgada de las expectativas de inflación. Además, en esta cuantificación se ignoran las eventuales primas de liquidez y los factores técnicos de mercado, por lo que se trata sólo de una medida muy aproximada de la prima de riesgo de inflación.

Siguiendo este método, la comparación de la tasa de inflación implícita a futuro a cinco años dentro de cinco años con la tasa de inflación esperada de seis a diez años vista calculada por Consensus Economics, que se presenta en el gráfico 5, muestra que esta aproximación de la prima de riesgo de inflación se mantiene, en promedio, en torno a 30 puntos básicos desde el 2005. De forma similar, si se compara la tasa de inflación implícita a futuro a un año dentro de cuatro años con las expectativas de inflación a cinco años vista de la EPE del BCE,

se observa que la medida aproximada de la prima de riesgo de inflación para este horizonte más corto ha venido oscilando entre 15 y 40 puntos básicos desde el 2005 (véase también gráfico 5).

TIPOS DE INTERÉS DE LOS SWAPS INDICIADOS CON LA INFLACIÓN

Los *swaps* iniciados con la inflación son una fuente adicional de información sobre las expectativas de inflación de los participantes en el mercado (véase el recuadro titulado «Obtención de las expectativas de inflación de la zona del euro a partir de los *swaps* iniciados con la inflación», en el Boletín Mensual de septiembre del 2003). En un *swap* iniciado con la inflación, un inversor se compromete a efectuar un único pago (de cupón cero) a un tipo de interés fijo determinado previamente, a cambio de recibir pagos ligados a la inflación observada a lo largo de la vida del *swap*. El mercado de *swaps* iniciados con la inflación de la zona del euro ha ido creciendo de forma significativa desde el 2002, probablemente favorecido por el aumento de la demanda de instrumentos ligados a la inflación. Los inversores institucionales con pasivos iniciados con la inflación han utilizado este mercado para cubrirse frente al riesgo de inflación elevada, mientras que las empresas con ingresos iniciados con la inflación, como las de servicios públicos y las minoristas, lo han utilizado para protegerse del riesgo de inflación reducida.

Los *swaps* iniciados con la inflación ofrecen una amplia gama de vencimientos, especialmente para horizontes de medio plazo, por lo que sus tipos de interés presentan una clara estructura temporal (véase gráfico 6). La pendiente de la curva de tipos de interés de los *swaps* iniciados con la inflación tiende a aumentar, debido, probablemente, al hecho de que crecen las primas por plazo de vencimiento y la incertidumbre respecto a la inflación a medida que se alargan los plazos. Además de estar sesgados por la prima de riesgo de inflación, estos tipos de interés también pueden quedar distorsionados por un riesgo de contraparte. No obstante, este último riesgo se reduce habitualmente mediante activos de garantía. No se conoce la magnitud exacta de estas distorsiones. Por lo tanto, los tipos de interés de los *swaps* iniciados con

Gráfico 6 Curva de inflación de la zona del euro obtenida a partir de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters, ICAP y cálculos del BCE.

Gráfico 7 Tipos de interés a cinco años de la zona del euro al contado y *forward* implícitos en los *swaps* indicados con la inflación

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



Fuentes: Reuters, ICAP y cálculos del BCE.

la inflación no deberían considerarse como un indicador directo de las expectativas de inflación futura de los mercados. Con todo, las curvas de tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados financieros en todos los plazos fueron más altas en junio del 2006 que un año antes.

Al igual que en el caso de las tasas de inflación implícita, también es posible calcular los correspondientes tipos de interés a largo plazo *forward* implícitos en los *swaps* indicados con la inflación. Sin embargo, los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación registran fluctuaciones diarias comparativamente pronunciadas, que tienden a distorsionar marcadamente los tipos *forward* implícitos. Por consiguiente, es aconsejable analizar la evolución de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación y la de los tipos de interés a largo plazo *forward* implícitos en los *swaps* indicados con la inflación a lo largo del tiempo. El gráfico 7 muestra las series temporales del tipo de interés a cinco años al contado de los *swaps* indicados con la inflación y del tipo de interés a cinco años *forward* implícito en los *swaps* indicados con la inflación dentro de cinco años, a partir de abril del 2005. El

tipo de interés a cinco años *forward* implícito en los *swaps* indicados con la inflación dentro de cinco años ha fluctuado dentro de un estrecho intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3%, mientras que el tipo de interés a cinco años al contado de los *swaps* indicados con la inflación ha variado algo más y se ha mantenido por debajo del anterior, debido a que las primas de riesgo de inflación tienden a aumentar a medida que se alargan los plazos. La existencia de la prima de riesgo de inflación y de otras primas no permite considerar los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación como un indicador directo de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado.

4 CONCLUSIONES

El BCE utiliza indicadores de expectativas de inflación para conocer las expectativas del sector privado y contrastarlas con su propia valoración de las perspectivas de inflación futura, y también para calibrar, junto con otros indicadores, la credibilidad de su política monetaria. Sin embargo, las dos clases de indicadores descritos en las secciones 2 y 3 sólo ofrecen una medida imperfecta de las expectativas de inflación. Si bien los indicadores de las encuestas propor-

Gráfico 8 Indicadores utilizados para contrastar las perspectivas de inflación



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.

cionan medidas directas de las expectativas de inflación, que no están distorsionadas por primas de riesgo no observables, estas expectativas no tienen necesariamente una relación directa con el comportamiento económico real. Además, estos indicadores de expectativas de inflación pueden ser, en parte, «retrospectivos», en el sentido de que las expectativas de inflación pueden estar configuradas, en cierta medida, por la evolución pasada de la inflación o pueden no ser del todo «racionales». Por otro lado, las expectativas de inflación obtenidas de instrumentos financieros, que se basan en operaciones de mercado y están disponibles en tiempo real para distintos vencimientos, están distorsionadas por primas no observables que varían con el tiempo. Una valoración exhaustiva de estas limitaciones y de las ventajas y desventajas comparativas de los dos tipos de indicadores muestra claramente la necesidad de realizar un análisis conjunto, de contrastar las dos clases de fuentes y de utilizar varias medidas de expectativas de inflación, con distintos agentes económicos y horizontes temporales.

En el gráfico 8 se contrastan unos indicadores diferentes, es decir, la probabilidad de que la inflación a más largo plazo sea igual o superior al 2% según la EPE, y la tasa de inflación implícita corriente en el 2012. Las dos medidas pueden consi-

derarse como indicadores de las percepciones del sector privado respecto al riesgo de que el BCE no cumpla su objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios, teniendo en cuenta que esta última medida se ve especialmente afectada por una prima de riesgo de inflación. Por consiguiente, no es de extrañarse que aparezcan ciertos movimientos coincidentes entre las dos medidas.

En general, la principal conclusión que puede extraerse de la comprobación de las distintas fuentes es que las expectativas de inflación a más largo plazo de la zona del euro se han mantenido bien ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios en los últimos años. Los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo procedentes de las encuestas se han situado en un nivel inferior pero cercano al 2%. Se observa una situación prácticamente similar para las expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de instrumentos de los mercados financieros, al menos si se tiene en cuenta el hecho de que las tasas de inflación implícita y los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación incluyen una importante prima de riesgo de inflación, que sobrevalora las expectativas de inflación de los participantes en el mercado. A su vez, estas conclusiones sugieren que el compromiso del BCE de promover la estabilidad de precios goza de credibilidad, aunque ello no es motivo para dormirse en los laureles. Los indicadores disponibles apuntan a la persistencia de primas de riesgo de inflación de cierta magnitud en los mercados financieros, siendo pues fundamental que la política monetaria del BCE esté orientada a conseguir y mantener la estabilidad de precios a corto y medio plazo, en aras de la credibilidad de la institución. Finalmente, si los inversores y otros agentes económicos pueden estar seguros de que los precios se mantendrán estables en el futuro, como consecuencia de una política monetaria creíble, las expectativas de inflación no sólo permanecerán ancladas, sino que los inversores y los agentes económicos tenderán también a exigir primas de riesgo de inflación reducidas, lo que contribuirá a crear un entorno más favorable para el crecimiento en la zona del euro.



COMPETITIVIDAD Y COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE LA ZONA DEL EURO

La zona del euro es una economía relativamente abierta, y el comportamiento de las exportaciones representa un elemento importante de su sector real. Desde una perspectiva de largo plazo, lo que hoy día es la zona del euro ha obtenido resultados algo mejores que la mayoría de las otras grandes economías del mundo en lo que se refiere al mantenimiento de su cuota de mercado de exportación desde comienzos de la década de los noventa. En el período más reciente, que se inició con la introducción del euro en 1999, el euro experimentó una depreciación hasta el año 2001 y una apreciación entre el 2002 y el 2004, alcanzando prácticamente el mismo nivel a finales del 2005 que a principios de 1999, tanto en términos nominales como en términos reales. Como era de esperar, el episodio de depreciación benefició a la zona del euro en forma de un aumento de la competitividad en términos de precios y de la cuota de mercado de exportación, mientras que la apreciación trajo consigo pérdidas tanto de competitividad como de cuota de mercado. Hasta la fecha, el efecto de la apreciación se ha atenuado parcialmente gracias a la política de precios de los exportadores de la zona del euro, que han reducido sus precios (en euros) en un esfuerzo por contrarrestar en parte el impacto de la apreciación del tipo de cambio. Asimismo, la pérdida de competitividad precio reflejó, entre otras cosas, las distintas tendencias de los costes laborales y, por lo tanto, no se distribuyó de manera homogénea entre todos los países de la zona, lo que explica, en parte, la evolución dispar observada en el comportamiento de las exportaciones de cada país. Otros factores también parecen influir en el comportamiento de las exportaciones, aunque sus efectos son más difíciles de medir. Cabe señalar, al respecto, la competitividad tecnológica y la inversión directa extranjera, dos factores que pueden considerarse en sentido amplio como indicadores de competitividad no precio, así como la composición por sectores de la demanda exterior.

I INTRODUCCIÓN

La zona del euro es una economía relativamente abierta: las exportaciones de bienes y servicios fuera de la zona ascienden, aproximadamente, al 20% de su PIB, cifra significativamente más alta que la correspondiente a Estados Unidos (10%) y Japón (14%)¹. Por consiguiente, el comportamiento de las exportaciones constituye un elemento importante del sector real de la zona del euro.

Así pues, un análisis de los factores que determinan dicho comportamiento arroja luz sobre la evolución pasada y futura de la actividad económica real de la zona del euro. La competitividad precio, definida como el precio relativo de las exportaciones de la zona del euro en los mercados exteriores, es uno de los factores más importantes: manteniendo constantes las demás variables, la demanda de exportaciones de la zona del euro es una función decreciente de sus precios de exportación en moneda extranjera en relación con los precios de los competidores. Por ejemplo, la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro entre los años 1999 y 2001 tuvo un impacto favorable en la cuota real de exportación de la zona del euro, mientras que la posterior aprecia-

ción, desde el año 2002 en adelante, ha traído consigo un descenso de la cuota de mercado. No obstante, también hay que tener en cuenta la influencia de otros factores relacionados con la composición sectorial de las exportaciones y con la competitividad no precio, en particular, la competitividad tecnológica y la inversión directa en el exterior (IDE).

El presente artículo tiene por objeto analizar la relación existente entre el comportamiento de las exportaciones y la competitividad en la zona del euro durante los últimos 10 a 15 años². Todos los datos relativos a la zona del euro que aparecen en este artículo, incluidos los anteriores a la introducción de la moneda única en 1999, se refieren a los doce países que han adoptado el euro como moneda común. El artículo describe la evolución desde 1992 en la medida en que haya datos disponibles, prestando espe-

1 Salvo indicación en contrario, en el presente artículo se entiende por exportaciones de la zona del euro las que se dirigen a países no pertenecientes a la zona, es decir, las exportaciones de los países de la zona del euro a países de fuera de la zona. Los intercambios comerciales entre países de la zona del euro se definen como comercio intra zona.

2 Este artículo se basa, en parte, en el Occasional Paper n.º 30 del BCE, titulado «Competitiveness and the export performance of the euro area», de junio del 2005.

cial atención al período que comienza en 1999. En la sección 2 se presentan las principales definiciones relativas al comportamiento de las exportaciones, así como algunas regularidades empíricas, mientras que en la sección 3 se analizan las diferentes medidas de competitividad precio y su relación con la evolución de la cuota de mercado. Además, en la sección 3 se adopta un enfoque desagregado y se presenta un detalle de las exportaciones de la zona del euro por socios comerciales y por país de procedencia. En la sección 4 se examina el papel de la composición sectorial de las exportaciones y la demanda exterior, así como el de los factores de competitividad no precio. Las conclusiones se presentan en la sección 5.

2 CÓMO MEDIR EL COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES

Para entender plenamente el impacto de la competitividad sobre el comportamiento de las exportaciones, hay que resolver varios problemas relacionados con la medición: en primer lugar, en relación con las exportaciones o las cuotas de mercado de las exportaciones y, en segundo lugar, en relación con la definición de las variables en términos reales o nominales. Para comenzar, es necesario distinguir entre exportaciones

y cuotas de mercado de exportaciones, definiéndose estas últimas como el cociente entre las exportaciones y la demanda exterior³. Un crecimiento robusto de las exportaciones puede no reflejar una ganancia de competitividad, sino que puede tener su origen simplemente en la fortaleza de la demanda mundial. Por ese motivo, el presente artículo presta especial atención a la evolución de las cuotas de mercado.

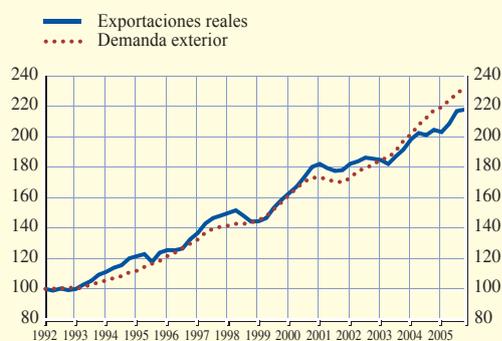
La medición de las cuotas de exportación puede conducir a diferentes conclusiones, dependiendo de que los flujos comerciales se definan términos nominales o en términos reales⁴. Concretamente, la evolución de las cuotas de exportación expresadas en términos nominales refleja, en parte, variaciones del tipo de cambio del euro frente a otras monedas y, por lo tanto, puede no corresponder totalmente a un cambio real. Por consiguiente, para entender más cabalmente la actividad económica real, es preferible utilizar cuotas de mercado definidas en términos reales.

3 La demanda exterior es una media ponderada de las importaciones reales de los principales socios comerciales de la zona del euro; las ponderaciones reflejan la participación de estos países en las exportaciones de la zona del euro.

4 Véase, en el recuadro 1 del Occasional Paper nº 30 del BCE, de junio del 2005, un resumen completo de los conceptos de cuota de mercado.

Gráfico 1 Exportaciones reales y demanda exterior de la zona del euro

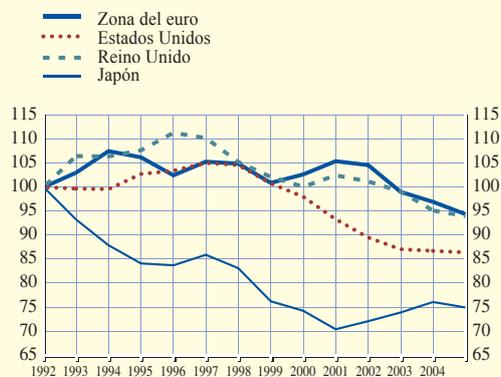
(índices de volumen; 1992 = 100; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos del FMI y de Eurostat.

Gráfico 2 Cuotas en el mercado de exportaciones

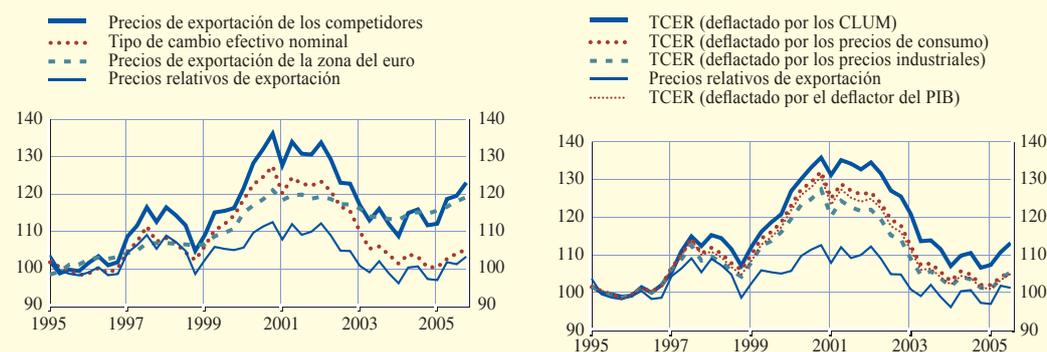
(índices de volumen; 1992 = 100; datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos del FMI y de Eurostat.
 Nota: En el caso de Estados Unidos, Reino Unido y Japón, el gráfico se basa en los datos de la contabilidad nacional (bienes y servicios), mientras que para la zona del euro se han utilizado las estadísticas de comercio exterior (bienes). La demanda exterior corresponde a una suma ponderada de las importaciones reales procedentes de otros países.

Gráfico 3 Tipos de cambio efectivos nominal y real y precios relativos de exportación de la zona del euro

(índice: 1995 = 100; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos del FMI y de Eurostat.

Nota: TCER corresponde a tipo de cambio efectivo real; se calcula aplicando diferentes deflactores, que se indican entre paréntesis. Los precios relativos de exportación se definen como el cociente entre los precios de exportación de los competidores (convertidos a euros) y los precios de exportación de la zona del euro. Un incremento de los precios relativos de exportación y del tipo de cambio (tanto nominal como real) significa un aumento de la competitividad de la zona del euro. Los precios de exportación de la zona del euro y de sus competidores se miden en euros (los precios de los competidores, expresados originalmente en moneda extranjera, se han convertido a euros utilizando las mismas ponderaciones que para el tipo de cambio efectivo). Los gráficos comienzan en 1995, ya que faltan algunos datos correspondientes al período 1992-1994, necesarios para el cálculo del TCER.

La evolución de las cuotas de mercado de las exportaciones permite extraer tres conclusiones importantes. La primera es que la cuota de exportación de la zona del euro se ha reducido ligeramente desde 1992 (véase gráfico 1). Entre comienzos de 1992 y finales del 2005, la demanda exterior de la zona del euro aumentó en torno al 130% y sus exportaciones se incrementaron algo menos, alrededor del 120%. Esta evolución, en sí misma, no debería resultar sorprendente: es de esperar que se produzca cierto descenso de la cuota de exportación de las economías desarrolladas a medida que las economías emergentes van ganando terreno. A su vez, esto puede explicarse por el hecho de que ha aumentado el número de países que se han abierto al libre comercio (por ejemplo, incorporándose a la Organización Mundial del Comercio). China, por ejemplo, se ha convertido en uno de los principales protagonistas en los mercados mundiales, incrementando su participación en las exportaciones mundiales desde el 2,3% en 1995 hasta el 6,6% en el 2005, en línea con su desarrollo económico y su mayor integración en los mercados mundiales. El gráfico 1 sugiere que la demanda exterior es un factor determinante clave de las exportaciones reales. En particular, parece

que las exportaciones de la zona del euro se vieron afectadas por la desaceleración de la demanda exterior registrada en el 2001, pero que la fuerte demanda observada desde el segundo semestre del 2002 les ha beneficiado.

En segundo lugar, el descenso de la cuota de mercado de las exportaciones de la zona del euro durante el período que abarca la muestra ha sido menor que el experimentado por Estados Unidos y Japón (véase gráfico 2). De hecho, la cuota de exportaciones de la zona se mantuvo prácticamente constante —con algunas fluctuaciones a corto plazo— hasta el año 2002, reduciéndose a partir de entonces. Por el contrario, Estados Unidos y Japón, en particular, perdieron cuota de mercado en una mayor magnitud entre 1992 y el 2005. En el caso de Japón, la relocalización de la producción en otros países de Asia, especialmente en China, podría explicar en gran medida la caída registrada; de hecho, la cuota de mercado de Japón tocó fondo en el año 2001 y, a partir de ese año, comenzó a recuperarse. En el caso de Estados Unidos, la cuota de mercado se incrementó ligeramente entre 1992 y 1998. A partir de entonces se redujo (debido, en parte, a la apreciación del dólar que se inició en

1999) y se estabilizó en el 2004 y el 2005, tras una prolongada depreciación de la moneda estadounidense. Por lo que respecta al Reino Unido, entre 1992 y 1995 se registró un incremento de la cuota de mercado, que podría atribuirse al aumento de la competitividad precio como consecuencia de la depreciación de la libra esterlina en 1992. Desde 1997, el Reino Unido ha venido perdiendo cuota de mercado de forma casi continua.

En tercer lugar, las variaciones de la cuota de exportación de la zona del euro parecen corresponderse, en general, con la evolución del tipo de cambio (véase, en el gráfico 3, un resumen de la evolución del tipo de cambio nominal y real del euro y de los precios relativos de exportación). Por ejemplo, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro entre los años 1999 y 2001 coincidió con un incremento de la cuota de mercado de la zona del euro en términos reales. Esto podría explicarse por el hecho de que, manteniéndose constantes las demás variables, el precio de las exportaciones de la zona expresado en moneda extranjera tiende a caer tras una depreciación del euro, lo que debería dar lugar a una mayor demanda de exportaciones en los mercados extranjeros. El mismo mecanismo ha funcionado a la inversa tras la apreciación del euro a partir del 2002, que ha coincidido con una pérdida de cuota de mercado de la zona del euro.

3 EL PAPEL DE LA COMPETITIVIDAD PRECIO

La competitividad precio no depende de las variaciones de los precios de la zona del euro per se, sino de cómo se comparan dichos precios con los precios de los bienes producidos en otros países. Así pues, para determinar el papel que desempeña la competitividad precio, es necesario diferenciar entre variaciones del tipo de cambio efectivo nominal y variaciones del tipo de cambio efectivo real⁵. En esta sección se describe la relación que existe entre la competitividad precio y el comportamiento de las exportaciones de la zona del euro.

INDICADORES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL

El tipo de cambio efectivo real corresponde al tipo de cambio efectivo nominal deflactado por los precios

internos y externos. En este sentido, tanto los precios internos como los externos tienden a reaccionar frente a las variaciones del tipo de cambio nominal: cuando el euro se aprecia en términos nominales, los exportadores de la zona del euro suelen bajar sus precios de exportación expresados en euros reduciendo sus márgenes en un esfuerzo por contrarrestar en parte la pérdida de competitividad precio resultante de la apreciación nominal. Por consiguiente, el precio de las exportaciones de la zona del euro en moneda extranjera se incrementa en menor cuantía que la apreciación nominal⁶. A su vez, los precios internos de los países con los que comercia la zona del euro suelen aumentar tras una apreciación de la moneda única: la depreciación de su propia moneda conlleva una subida de sus precios de importación (expresados en moneda nacional) que, en última instancia, se traslada, al menos en parte, a los precios de consumo. Dado que, a corto plazo, los precios tienden a ser rígidos, la variación de los precios de exportación expresados en euros no es inmediata, sino que más bien se distribuye a lo largo del tiempo.

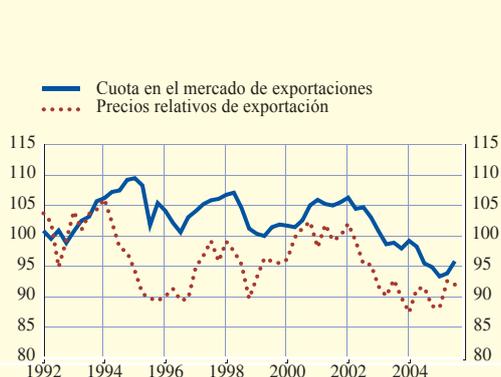
El tipo de cambio efectivo real también se ve afectado por factores internos. Por ejemplo, un aumento de los costes internos reduce mecánicamente la competitividad de los bienes exportados de la zona del euro, a menos que se compense con una reducción de los márgenes de los exportadores de la zona. De la misma manera, las variaciones de los precios internos en el exterior modifican los precios relativos de las exportaciones de la zona del euro, independientemente de las variaciones del tipo de cambio nominal.

5 Como, en el presente artículo, la atención se centra en las exportaciones totales de la zona del euro a todos los mercados extranjeros y no solamente en las que se dirigen a un país concreto, procede utilizar el tipo de cambio efectivo y no el bilateral. El tipo de cambio efectivo es una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales frente a los socios comerciales de la zona del euro. Las ponderaciones reflejan la importancia de cada socio comercial en las exportaciones de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Para más información, véase Occasional Paper n.º 2 del BCE, titulado «The effective exchange rates of the euro», febrero del 2002.

6 Para más información sobre el mecanismo de transmisión del tipo de cambio a los precios de exportación de la zona del euro y su magnitud, véase cuadro 6 del Occasional Paper n.º 12 del BCE, abril del 2004. Otra razón por la que el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real difieren es la reacción del tipo nominal frente a las variaciones de los precios internos o externos si se mantiene la paridad del poder adquisitivo. Véase también el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes» en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2003.

**Gráfico 4 Precios relativos de exportación
y cuotas en el mercado de exportaciones**

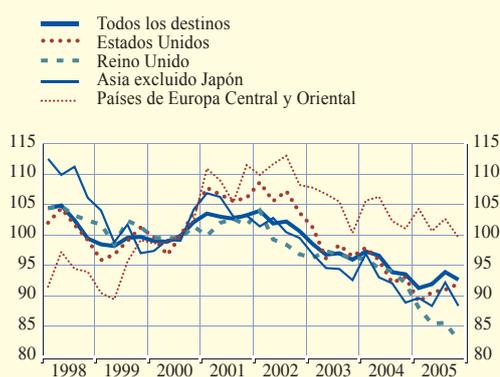
(índice: 1992 = 100; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos del FMI y de Eurostat.
Nota: Los precios relativos de exportación se definen como el cociente entre los precios de exportación de los competidores (convertidos a euros) y los precios de exportación de la zona del euro. Un incremento de los precios relativos de exportación representa un aumento de la competitividad.

**Gráfico 5 Cuotas de exportación
de la zona del euro en algunos mercados**

(índice: 2000 = 100; datos trimestrales)



Fuentes: Datos del BCE y de Eurostat.

Utilizando diferentes deflatores se han elaborado distintas medidas del tipo de cambio efectivo real (véase gráfico 3). Entre los deflatores utilizados se incluyen los precios de consumo, los precios industriales, los costes laborales unitarios de las manufacturas y el deflactor del PIB. Los precios relativos de exportación también pueden entenderse como un tipo de cambio efectivo real deflactado por los precios de exportación.

En general, las diferentes medidas del tipo de cambio efectivo real tienden a mostrar una fuerte sincronización. Sin embargo, los precios relativos de exportación son mucho menos volátiles que las otras medidas. Ello es así en parte porque, por definición, sólo incluyen bienes comerciables, mientras que los índices de precios que se utilizan en otras medidas del tipo de cambio real incluyen bienes no comerciables.

RELACIÓN ENTRE LA COMPETITIVIDAD PRECIO Y EL COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES

Los precios relativos de exportación parecen ser un buen indicador de la evolución de la cuota de mercado de la zona del euro durante la última década (véase gráfico 4). Al parecer, existe un

desfase en la reacción de la cuota de exportación frente a las variaciones de los precios relativos de exportación, que podría deberse a la presencia de fricciones en los mercados: cuando un bien en particular se torna más barato, las cantidades tardan tiempo en ajustarse. Por ejemplo, los productores de un bien cuya demanda aumenta necesitan estimular la producción, algo que sólo pueden hacer de forma gradual, especialmente si ya se encuentran en un situación próxima a la de plena utilización de la capacidad productiva. Además, si existen costes de ajuste (definidos como el coste que entraña cambiar de un producto a otro)⁷, es posible que la diferencia de precios tenga que mantenerse durante algún tiempo antes de provocar un cambio en la demanda.

Algunos episodios ponen de relieve la naturaleza de la relación entre los precios relativos de exportación y el comportamiento de las exportaciones. Considerando dos períodos recientes, la depreciación inicial

⁷ Los costes de ajuste pueden producirse por muchas razones. Por ejemplo, a una empresa que utiliza maquinaria puede resultarle costoso cambiar de marca, ya que habrá que capacitar a los trabajadores para que aprendan a usar la nueva maquinaria.

Gráfico 6 Precios relativos de exportación y cuotas en el mercado de exportaciones por países

(índice: 1998 = 100; datos trimestrales; desestacionalizados)

Precios relativos de exportación, cinco países más grandes de la zona del euro

— Alemania
 España
 - - - Francia
 — Italia
 Países Bajos



Precios relativos de exportación, otros países de la zona del euro

— Bélgica
 Grecia
 - - - Irlanda
 — Austria
 Portugal
 - - - Finlandia



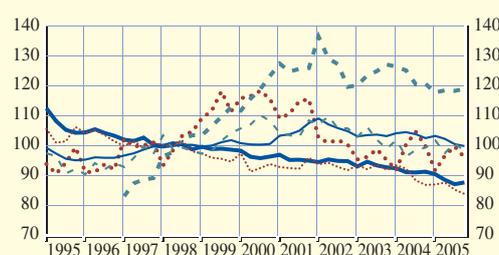
Cuota en el mercado de exportaciones, cinco países más grandes de la zona del euro

— Alemania
 España
 - - - Francia
 — Italia
 Países Bajos



Cuota en el mercado de exportaciones, otros países de la zona del euro

— Bélgica
 Grecia
 - - - Irlanda
 — Austria
 Portugal
 - - - Finlandia



Fuente: Datos de la contabilidad nacional Eurostat.

Notas: Un incremento de los precios relativos de exportación representa un aumento de competitividad. La última observación corresponde al cuarto trimestre del 2005. A nivel de país, las exportaciones corresponden a las realizadas dentro y fuera de la zona del euro.

del euro entre 1999 y 2001 podría estar asociada al aumento de la cuota de mercado en el 2000; la cuota se mantuvo en este nivel más elevado durante más de un año. La posterior apreciación del euro a partir del 2002 estuvo asociada a un descenso de la cuota de mercado desde el año 2003 en adelante. Naturalmente, es difícil aislar el efecto de los precios relativos de exportación del de otros factores que pueden haber intervenido al mismo tiempo. Como ya se mencionó, el rápido aumento de los flujos comerciales de China, que, de hecho, se han acelerado

desde finales de la década de los noventa, así como la incorporación de los nuevos Estados miembros de la UE a los mercados mundiales, pueden haber incidido también en la pérdida de cuota de mercado de la zona del euro entre el 2002 y el 2005. En general, la evidencia disponible indica que existe una fuerte correlación entre los precios relativos y la cuota real de exportaciones de la zona del euro, de lo que se deduce que la relación entre estas dos variables es relativamente robusta, aunque su cuantificación quizá no sea inequívoca.

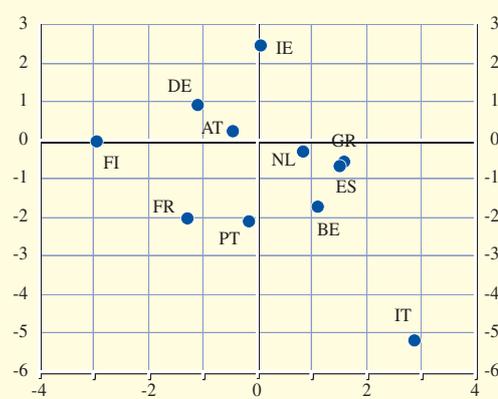
Adoptando un enfoque más desagregado, las exportaciones reales de la zona del euro a los principales socios comerciales están relacionadas, en parte, con la competitividad precio frente a esos países (véase gráfico 5). Por ejemplo, el hecho de que la pérdida de cuota de mercado de la zona del euro entre el 2002 y el 2005 en el grupo «todos los destinos» fuera menor que en Estados Unidos puede explicarse, en parte, por la evolución relativa de los tipos de cambio bilaterales. Concretamente, la apreciación del euro entre el 2002 y el 2004 fue más fuerte frente al dólar estadounidense (casi un 39%) que en términos efectivos (menos del 19%)⁸ y, por lo tanto, provocó una mayor pérdida de competitividad frente a Estados Unidos. No obstante, hay otros factores, aparte de la competitividad precio, que también influyen en la evolución de las cuotas de mercado bilaterales. Por ejemplo, la evolución de la cuota de mercado de la zona del euro en los países de Europa Central y Oriental (PECO) puede estar relacionada con actividades de IDE en esos países (las empresas de la zona del euro que invierten en los PECO pueden exportar más a estos países si la IDE y las exportaciones son complementarias; véanse más detalles en el recuadro).

Evidentemente, la evolución de los precios relativos de exportación también afecta al comportamiento de las exportaciones de cada uno de los países de la zona del euro⁹ (véase gráfico 6). La evolución de la competitividad precio entre los años 1995 y 2005 indica que, para algunos países, la pérdida de competitividad fue sustancial, especialmente en el caso de Bélgica, Grecia, España e Italia. Por el contrario, el aumento de competitividad precio fue notable en Alemania, Francia, Austria y Finlandia, mientras que los demás países (Irlanda, Países Bajos y Portugal) no registraron cambios significativos ni en uno ni en otro sentido. Esta evolución podría explicar, por ejemplo, por qué Italia y Bélgica perdieron cuota de mercado, mientras que Alemania la ganó durante este período. No obstante, pueden haber influido otros factores y hay que tener presente que en estos datos no se tiene en cuenta el nivel inicial de los precios relativos. Considerando el período que siguió a la introducción del euro (en el que las variaciones del tipo de cambio efectivo nominal fueron bastante similares en todos los países¹⁰), parece existir una correlación entre los precios relativos de exportación y el comportamiento de las exportaciones a nivel de países,

Gráfico 7 Precios relativos de exportación y cuotas en el mercado de exportaciones de los países de la zona del euro

(tasa de variación interanual)

Eje de abscisas: variación de los precios relativos de exportación
Eje de ordenadas: variación de las cuotas en el mercado de exportaciones



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.
Nota: Los datos muestran tasas medias de variación interanual para el período 1998-2005. Los precios relativos de exportación son el resultado de dividir los precios de exportación de cada país por los precios de exportación de los competidores. Un incremento de los precios relativos de exportación representa un descenso de la competitividad.

aunque no es excesivamente fuerte, de lo que se deduce también que, a este nivel, otros factores determinantes influyen en el comportamiento de las exportaciones (véase gráfico 7).

4 PAPEL DE LA COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA DEMANDA Y DE LA COMPETITIVIDAD NO PRECIO

Si bien el análisis anterior se ha centrado especialmente en la competitividad en términos de precios, en el comportamiento de las exportaciones influyen también otros factores, aunque resultan más difíciles de medir. El propósito de esta sección es subrayar el papel que desempeñan esos factores, prestando especial atención a la composición sectorial de la demanda, así como a

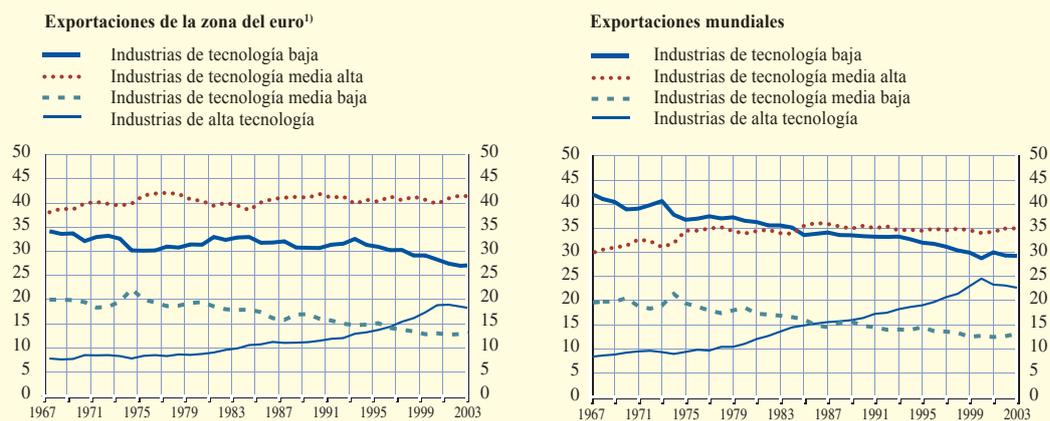
8 Las cifras se refieren a la comparación del valor medio del euro en el año 2005 con el valor medio del 2001.

9 A nivel de país, la atención se centra en las exportaciones totales (tanto dentro como fuera de la zona del euro), mientras que para la zona del euro en su conjunto, se consideran solamente las exportaciones a países fuera de la zona.

10 Salvo en el caso de Grecia, que se incorporó en el año 2001.

Gráfico 8 Composición por sectores de las exportaciones mundiales y de la zona del euro clasificadas por intensidad en tecnología

(en porcentaje)



Fuentes: Base de datos Chelem y cálculos de los expertos del BCE.

1) Las exportaciones de la zona del euro incluyen las realizadas dentro y fuera de la zona.

los factores que pueden definirse, de forma amplia, como indicadores de competitividad no precio. Aunque el concepto de competitividad no precio abarca muchos aspectos, en esta sección se analizarán dos elementos principales: la competitividad tecnológica (aproximada, por ejemplo, por el número de patentes o por el gasto en investigación y desarrollo) y el papel de la IDE.

PAPEL DE LA COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA DEMANDA

Aunque las cifras de comercio total ofrecen información importante sobre la evolución de las exportaciones, no tienen en cuenta un aspecto importante del comercio mundial relacionado con los cambios en la composición por sectores de los flujos comerciales (véase gráfico 8). Las bases de datos desagregadas indican, en particular, que la composición sectorial de las exportaciones de la zona del euro difiere sustancialmente de la composición de las exportaciones mundiales. En general, las exportaciones de la zona del euro tienden a ser menos intensivas que las exportaciones mundiales en categorías clave que podrían clasificarse como bienes de «alta tecnología»^{11,12}. En cambio, tienen un mayor contenido de varios bienes que habitualmente se clasifican como de «tecnología media-alta»¹³. Las exportaciones mundiales parecen haberse concentrado cada vez más en las industrias

de alta tecnología (pasando de menos del 10% en la década de los sesenta hasta casi un 25% en el 2003), aunque la participación de estos bienes dejó de aumentar en el año 2001. La principal contrapartida del aumento en la proporción que representan los bienes de alta tecnología ha sido la caída en la proporción que representan los bienes de tecnología baja y tecnología media baja (que han pasado de más del 40% hasta alrededor del 30%, y del 20% a menos del 15%, respectivamente). Al mismo tiempo, la proporción de bienes de tecnología media alta aumentó cinco puntos porcentuales a mediados de la década de los setenta y, desde entonces, se ha mantenido prácticamente estable en el 35%.

- Como cualquier otra clasificación, la clasificación de los bienes exportados por categorías en función de su intensidad en tecnología es un tanto arbitraria. Por ejemplo, algunas de las tareas que se realizan en el proceso de producción de un producto electrónico pueden tener un contenido tecnológico bajo, mientras que algunas partes del proceso de producción de bienes clasificados comúnmente como «de baja tecnología», como los textiles, pueden ser, por naturaleza, «de alta tecnología». No obstante, lo que se pretende en este caso es mostrar la diferencia entre la composición de las exportaciones de la zona del euro y la composición de la demanda mundial.
- La categoría «bienes de alta tecnología» incluye, en particular, «construcción aeronáutica y espacial» «máquinas de oficina y equipos informáticos» y «material eléctrico y equipo de comunicaciones».
- La categoría «tecnología media alta» incluye conceptos tales como «vehículos de motor, material ferroviario y de transporte», «industria química, excluidos productos farmacéuticos» y «maquinaria y equipo mecánico».

Por consiguiente, la reacción de las exportaciones de la zona del euro ante un incremento de la demanda mundial puede variar según la composición sectorial de dicho incremento. Si crece la demanda de bienes en los que la zona del euro se especializa, es más probable que aumente el volumen de bienes exportados para hacer frente a este incremento de la demanda que si crece la demanda de bienes en los que la zona del euro no está tan bien posicionada. Un análisis empírico de la cuota de mercado de la zona del euro correspondiente al período 1985-2001¹⁴ revela que la especialización de la zona en productos de tecnología media contribuyó a reforzar el comportamiento de las exportaciones, en la medida en que la demanda mundial en los sectores de tecnología media mantuvo un ritmo de crecimiento sólido durante este período. Sin

embargo, la zona del euro no pudo aprovechar plenamente el crecimiento relativamente más rápido de la demanda mundial de exportaciones en los sectores de alta tecnología durante gran parte del período, ya que este tipo de productos representan una proporción menor de las exportaciones de la zona en relación con las exportaciones mundiales. Al mismo tiempo, los exportadores de la zona del euro se beneficiaron de una menor exposición a la volatilidad del sector de alta tecnología, ligada al auge y la caída de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) observados en la segunda mitad de la década de los noventa y a principios de la década del 2000.

14 Para más información sobre el análisis de las cuotas de mercado constantes véase la sección 2 del Occasional Paper n.º 30 del BCE, junio del 2005.

Recuadro

EL PAPEL DE LA COMPETITIVIDAD NO PRECIO

En este recuadro se analiza el papel que desempeñan dos factores que pueden afectar al comportamiento de las exportaciones y que podrían describirse de forma general como indicadores de la competitividad no precio: los avances tecnológicos y la inversión directa extranjera (IDE).

Avances tecnológicos

Aunque la competitividad precio es uno de los principales factores determinantes del comportamiento de las exportaciones, la competitividad tecnológica, impulsada tanto por la capacidad para innovar y satisfacer la demanda mundial de los sectores de rápido crecimiento, como por la de aumentar la eficiencia y reducir los costes, también puede ser un elemento importante susceptible de influir en dicho comportamiento, especialmente en el largo plazo. A pesar de lo difícil que resulta medir la capacidad de innovación, se han utilizado algunas variables proxy, como la intensidad en la evolución del número de patentes. En este sentido, una comparación con otras grandes economías industrializadas revela que la zona del euro se ha retrasado respecto a sus competidores desde mediados de la década de los noventa¹. Aunque la relación entre el número de patentes y el comportamiento de las exportaciones es difícil de estimar, este retraso puede haber tenido notables repercusiones negativas en las exportaciones de la zona del euro en el largo plazo y exige que se intensifiquen los esfuerzos de innovación si la zona del euro quiere mantenerse a la par de sus competidores internacionales.

Otro indicador de los avances tecnológicos es la intensidad en I+D, que se calcula como el gasto en inversión y desarrollo expresado en porcentaje del valor añadido en el sector manufacturero (véase cuadro). Al comparar los datos con los de otras grandes economías desarrolladas se observa que la intensidad en I+D es menor en la zona del euro (5,8%) que en Estados Unidos (8,5%) y Japón (9,6%). Estas cifras corresponden a la media de los años 2000-2001, ya que no se dispone de datos más recientes de forma sistemática. El mayor nivel que registran Estados Unidos y Japón es atribuible, sobre todo, a las actividades de I+D en

1 Véase gráfico 21 de la sección 3 del Occasional Paper n.º 30 del BCE, junio del 2005.

bienes de alta tecnología, aunque el gasto por este concepto en bienes de tecnología baja y media también es ligeramente más elevado en estos dos países. El gasto en I+D en el sector de alta tecnología es particularmente bajo en Alemania, Italia y España. Al mismo tiempo, y según este indicador, se observa una gran heterogeneidad entre los distintos países de la zona del euro en términos de competitividad tecnológica; la intensidad en I+D de Italia, por ejemplo, equivale a un tercio de la de Alemania, lo que podría explicar en parte las divergencias en el comportamiento de la exportaciones entre los diferentes países de la zona.

Intensidad en I+D en función de la intensidad en tecnología

(porcentajes; medias 2000-2001)

	Bélgica	Alemania	España	Francia	Italia	Países Bajos
Baja	1,9	0,8	0,6	1,0	0,2	1,2
Media	9,5	12,6	3,0	11,0	4,2	7,7
Alta	20,2	11,1	6,6	17,5	10,4	24,2
Total	7,3	7,7	1,8	6,9	2,3	5,7
	Finlandia	Zona del euro ¹⁾	Reino Unido	Estados Unidos	Japón	
Baja	1,7	0,7	0,7	1,3	1,7	
Media	8,4	9,9	12,4	10,6	11,3	
Alta	22,9	13,3	9,8	21,4	20,7	
Total	9,1	5,8	6,4	8,5	9,6	

Fuentes: Bases de datos OECD STAN y ANBERD (véase Occasional Paper n.º 30 del BCE).

Notas: La intensidad en I+D se calcula como el gasto en investigación y desarrollo expresado en porcentaje del valor añadido en las manufacturas. En el caso de Grecia, Luxemburgo, Austria, Portugal e Irlanda faltan los datos de algunos años. Por consiguiente, la intensidad en I+D de la zona del euro se calcula utilizando como variable proxy una media ponderada de los siete países de la zona que figuran en el cuadro.

Inversión directa extranjera

Cada vez se ha prestado más atención al papel de la IDE en vista del aumento de la actividad transfronteriza en esta materia durante los últimos 20 años. Por ejemplo, a nivel mundial, las entradas de IDE en porcentaje del PIB prácticamente se han duplicado en los diez últimos años, según datos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. En el caso de los diez nuevos Estados miembros de la UE, el incremento ha sido incluso mayor. La relación entre el comercio exterior y la IDE es compleja, debido, básicamente, a la naturaleza heterogénea de esta última. La cuestión más relevante es determinar si la IDE es un complemento o un sustituto del comercio, cuestión importante para el análisis de las cuotas de mercado: por ejemplo, la pérdida de cuota de mercado de Japón en los años noventa está ampliamente relacionada con el hecho de que las empresas japonesas reubicaran parte de sus instalaciones de producción en otros países como China. Así pues, una pérdida o una ganancia de cuota de exportación no tiene por qué deberse, necesariamente, a la evolución de la competitividad precio.

Es importante diferenciar entre IDE vertical e IDE horizontal. Las empresas multinacionales que invierten de forma vertical dividen geográficamente el proceso de producción siguiendo la cadena del valor añadido; en otras palabras, subcontratan parte de dicho proceso con una filial extranjera. Por el contrario, las multinacionales que invierten de forma horizontal, pretenden reproducir todo el proceso de producción en el país anfitrión. La IDE vertical tendrá probablemente un efecto positivo sobre las exportaciones, ya que aumenta los intercambios comerciales entre la empresa matriz y su filial (por ejemplo, la primera puede exportar componentes para que el montaje se realice en el país de acogida y, posteriormente, reimportar el producto final al país de origen de la multinacional). En este caso, la IDE es un complemento, más que un sustituto, de las exportaciones. Sin embargo, si el producto final se reexporta a un tercer mercado (en lugar de producirlo completamente en el país de origen de la multinacional y exportarlo al

mercado de destino), la IDE puede reducir las exportaciones. Por el contrario, es más probable que la IDE horizontal tenga un efecto negativo directo en las exportaciones. Si una multinacional invierte en un país extranjero para satisfacer las necesidades del mercado local, la IDE es, evidentemente, un sustituto del comercio en el corto plazo.

No obstante, en el impacto de la IDE influyen también otros factores. Por ejemplo, uno de los motivos de la IDE horizontal es la adquisición de tecnología, en cuyo caso, la IDE puede aumentar la competitividad tecnológica y estimular las exportaciones a más largo plazo. En general, los flujos de IDE tienen por objeto aumentar la eficiencia y reducir los costes, lo que a su vez tendrá probablemente un efecto positivo en el comportamiento de las exportaciones y en el desarrollo económico. Por consiguiente, la adquisición de tecnología mediante fusiones y adquisiciones podría compensar, en cierta medida, los deficientes resultados de la zona del euro en lo que respecta a la competitividad tecnológica, medida por el número de patentes y por las actividades de I+D. Sin embargo, la IDE vertical y la consiguiente relocalización de la producción en los nuevos Estados miembros de la UE ha traído consigo un cambio regional en la estructura del comercio en detrimento de algunos países de la zona del euro, aunque ha aumentado la competitividad de las empresas matrices (sobre todo alemanas)².

2 Esta hipótesis parecen confirmarla algunos trabajos empíricos recientes basados en datos individuales de empresas, según los cuales, las salidas de IDE de Alemania hacia los países de Europa Oriental ha incrementado las importaciones alemanas de esos países y ha estimulado las exportaciones de Alemania hacia esos destinos (véase recuadro 7 del Occasional Paper n.º 30 del BCE).

5 CONCLUSION

En el presente artículo se han analizado los principales factores determinantes del comportamiento de las exportaciones de la zona del euro y se ha mostrado que, particularmente en comparación con sus principales competidores, ese comportamiento ha sido bastante persistente desde 1992. En los últimos años, la depreciación del euro entre 1991 y el 2001 trajo consigo un aumento de la cuota de mercado, mientras que su posterior apreciación entrañó una pérdida de cuota. En general, la competitividad precio —medida por los indicadores del tipo de cambio real y, en particular, por los precios relativos de exportación— parece haber tenido un gran impacto en la cuota de mercado de las exportaciones. Asimismo, parece explicar, en gran medida, la evolución de la cuota de exportación de la zona en su conjunto, así como la evolución de las exportaciones bilaterales y del

comportamiento de las exportaciones en cada uno de los países que la integran.

Además, en el comportamiento de las exportaciones influyen otros factores relativos a la competitividad no precio, aunque sus efectos son más difíciles de medir. Concretamente, la capacidad de las empresas de la zona del euro para innovar parece desempeñar un papel importante, al igual que la IDE y la composición sectorial de la demanda mundial. Por consiguiente, es necesario emprender nuevas reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro para poder hacer frente a los retos que plantea la globalización y acelerar el proceso de ajuste, potenciando así la capacidad de las empresas para innovar y avanzar de forma flexible hacia los sectores en expansión y ayudando, al mismo tiempo, a contener las presiones de costes y mejorar la competitividad.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1	Principales activos financieros de los sectores no financieros	S26
3.2	Principales pasivos de los sectores no financieros	S27
3.3	Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones	S28
3.4	Ahorro, inversión y financiación anuales	S29

4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S30
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S31
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S33
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
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	S37
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S39
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S40
4.8	Índices bursátiles	S41

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S42
5.2	Producto y demanda	S45
5.3	Mercado de trabajo	S49

¹ Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int. Véase la dirección en Internet (www.ecb.int) para series de datos más largas y detalladas.

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S50
6.2	Deuda	S51
6.3	Variaciones de la deuda	S52
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	S53
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S54
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S55
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S60
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	S61
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	S63
7.5	Comercio exterior de bienes	S65
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S67
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S68
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S69
9.2	En Estados Unidos y Japón	S70
	LISTA DE GRÁFICOS	S72
	NOTAS TÉCNICAS	S73
	NOTAS GENERALES	S77

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2005 III	11,2	8,4	8,0	-	8,4	13,3	2,13	3,26
IV	10,9	8,5	7,8	-	9,0	14,7	2,34	3,42
2006 I	10,3	8,6	7,9	-	10,1	16,3	2,61	3,56
II	.	.	.	-	.	.	2,90	4,05
2006 Ene	10,3	8,4	7,7	7,7	9,7	15,8	2,51	3,39
Feb	9,9	8,7	7,9	8,0	10,4	16,8	2,60	3,55
Mar	10,1	9,0	8,5	8,4	10,8	16,7	2,72	3,73
Abr	9,8	9,3	8,7	8,7	11,4	16,0	2,79	4,01
May	10,2	9,2	8,9	.	11,4	.	2,89	4,06
Jun	.	.	.	.	.	.	2,99	4,07

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
2004	2,1	2,3	2,4	2,1	2,0	81,6	0,6	8,9
2005	2,2	4,1	2,4	1,3	1,2	81,3	0,7	8,6
2005 III	2,3	4,2	2,0	1,6	1,5	81,0	0,6	8,5
IV	2,3	4,4	2,1	1,7	2,1	81,5	0,7	8,3
2006 I	2,3	5,2	2,2	1,9	3,5	82,2	0,9	8,1
II	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Ene	2,4	5,3	-	-	2,9	82,0	-	8,2
Feb	2,3	5,4	-	-	3,2	-	-	8,1
Mar	2,2	5,1	-	-	4,2	-	-	8,0
Abr	2,4	5,5	-	-	2,1	82,4	-	8,0
May	2,5	6,0	-	-	-	-	-	7,9
Jun	2,5	.	-	-	.	-	-	.

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-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,8	1,2439
2005	-10,1	53,0	-145,5	162,5	320,3	103,0	105,1	1,2441
2005 III	1,5	16,0	-97,6	89,8	311,7	101,9	104,1	1,2199
IV	-7,6	3,8	-9,4	-42,0	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 I	-7,3	-3,5	-11,9	31,8	327,1	101,2	103,5	1,2023
II	.	.	.	.	.	103,5	105,7	1,2582
2006 Ene	-8,7	-6,4	4,9	-37,1	332,1	101,4	103,6	1,2103
Feb	0,6	0,3	-25,4	20,5	332,1	100,7	103,0	1,1938
Mar	0,8	2,6	8,6	48,4	327,1	101,5	103,8	1,2020
Abr	-7,5	-0,1	-2,5	-5,7	336,8	102,7	105,1	1,2271
May	.	.	.	.	333,2	103,8	106,0	1,2770
Jun	.	.	.	.	.	103,9	106,2	1,2650

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

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

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.

2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

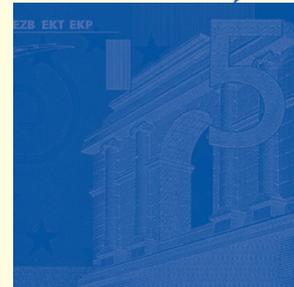
1. Activo

	2006 9 Jun	2006 16 Jun	2006 20 Jun	2006 30 Jun
Oro y derechos en oro	179.469	179.449	179.422	175.541
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	147.601	149.294	149.660	142.060
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	25.525	25.149	26.226	25.727
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	13.192	12.366	13.314	13.526
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	406.190	412.010	436.000	448.556
Operaciones principales de financiación	286.000	292.002	315.999	328.500
Operaciones de financiación a plazo más largo	120.001	120.001	120.001	120.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	189	5	0	55
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	2	0	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	5.503	6.144	6.050	6.112
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	94.215	93.834	92.147	91.607
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.551	40.551	40.551	40.048
Otros activos	168.286	168.459	169.148	169.593
Total activo	1.080.532	1.087.256	1.112.518	1.112.770

2. Pasivo

	2006 9 Jun	2006 16 Jun	2006 23 Jun	2006 30 Jun
Billetes en circulación	576.537	576.449	575.185	580.132
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	160.561	165.846	162.556	158.523
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	159.889	165.827	162.500	157.350
Facilidad de depósito	672	16	47	1.164
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	3	9	9
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	139	87	89	89
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	52.657	52.223	83.352	94.027
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	14.274	14.513	14.518	14.548
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	128	130	127	119
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.486	10.940	10.001	8.706
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.825	5.825	5.825	5.692
Otros pasivos	65.711	66.029	65.650	66.168
Cuentas de revalorización	132.437	132.437	132.437	121.984
Capital y reservas	62.777	62.777	62.778	62.782
Total pasivo	1.080.532	1.087.256	1.112.518	1.112.770

Fuente: BCE.



1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2006 8 Mar	379.105	393	298.000	2,50	2,56	2,57	7
15	366.649	411	290.500	2,50	2,56	2,57	7
22	395.001	419	298.000	2,50	2,56	2,57	7
29	362.447	391	284.000	2,50	2,57	2,58	7
5 Abr	380.014	397	280.000	2,50	2,57	2,58	7
12	404.763	408	288.500	2,50	2,57	2,58	7
19	395.069	414	298.000	2,50	2,58	2,58	8
27	372.454	394	291.000	2,50	2,59	2,60	7
4 May	372.850	380	286.000	2,50	2,59	2,60	6
10	372.864	381	284.000	2,50	2,58	2,59	7
17	376.580	392	283.000	2,50	2,58	2,59	7
24	372.247	401	291.500	2,50	2,58	2,59	7
31	3 71.542	381	290.500	2,50	2,58	2,59	7
7 Jun	339.282	357	286.000	2,50	2,55	2,57	8
15	350.472	374	292.000	2,75	2,82	2,83	6
21	391.122	395	316.000	2,75	2,82	2,83	7
28	371.979	394	328.500	2,75	2,83	2,84	7
5 Jul	376.624	381	326.000	2,75	2,78	2,81	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 28 Jul	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92
1 Sep	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	91
29	52.795	142	30.000	-	2,09	2,10	84
28 Oct	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90
1 Dic	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 ⁵⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 Mar	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 Abr	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 Jun	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1	
7 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1	
8 Mar	Operaciones temporales	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1	
7 Jun	Operaciones temporales	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1	
12 Jul	Operaciones temporales	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1	
9 Ago	Operaciones temporales	500	1	500	2,00	-	-	-	1	
6 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1	
11 Oct	Operaciones temporales	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1	
5 Dic	Operaciones temporales	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1	
2006 17 Ene	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1	
7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1	
7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1	
11 Abr	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1	
9 May	Captación de depósitos a plazo fijo	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1	
14 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	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.
- Se llevó a cabo una operación excepcional según el procedimiento normal para las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM) debido a que una puja errónea impidió al BCE ejecutar la OFPLM por el importe total el día anterior.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006 Ene	14.165,7	7.451,5	517,8	1.766,1	1.215,4	3.215,0	
Feb	14.353,6	7.511,1	534,2	1.804,6	1.241,7	3.262,0	
Mar	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8	
Abr	14.649,5	7.740,4	563,8	1.833,1	1.231,5	3.280,7	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 1	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
2006 11 Abr	158,9	159,5	0,6	0,0	2,56
9 May	160,4	161,2	0,8	0,0	2,58
14 Jun	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
11 Jul	165,6	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
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 17 Ene	317,6	316,4	89,6	0,2	0,2	0,1	0,0	559,2	44,2	-33,5	154,1	713,3
7 Feb	325,2	310,0	96,2	0,0	0,3	0,1	0,0	548,4	56,6	-28,7	155,4	703,9
7 Mar	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
11 Abr	327,9	290,1	113,7	0,1	0,7	0,3	0,0	556,4	51,6	-35,2	159,5	716,2
9 May	337,0	291,3	120,0	0,2	0,0	0,2	0,4	569,1	51,1	-33,5	161,2	730,5
14 Jun	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

(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 ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,8	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,1
2006 Ene	1.445,6	664,4	20,7	0,6	643,1	187,5	167,6	2,2	17,6	-	14,9	349,5	14,8	214,6
Feb	1.445,2	657,6	20,7	0,6	636,3	187,1	167,2	2,2	17,8	-	15,1	353,6	14,7	217,2
Mar	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
Abr	1.468,7	661,0	20,7	0,6	639,7	189,9	168,6	2,3	19,0	-	16,8	360,7	14,7	225,6
May ²⁾	1.472,2	662,3	20,7	0,6	641,0	194,0	171,4	2,3	20,3	-	16,4	357,2	14,6	227,6
IFM, excluido el Eurosistema														
2004	21.351,8	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
2005	23.650,1	13.687,8	831,9	8.287,5	4.568,4	3.492,7	1.429,3	549,4	1.514,0	83,1	1.004,7	3.678,5	165,7	1.537,7
2006 Ene	24.003,6	13.810,9	826,8	8.386,0	4.598,1	3.536,3	1.448,5	554,2	1.533,6	87,0	1.033,1	3.779,6	164,8	1.591,9
Feb	24.180,1	13.895,6	817,4	8.468,5	4.609,7	3.575,1	1.455,4	566,0	1.553,7	85,4	1.048,5	3.820,3	165,0	1.590,3
Mar	24.398,3	14.021,5	821,0	8.543,7	4.656,8	3.572,7	1.428,7	573,6	1.570,4	83,4	1.089,6	3.886,2	166,2	1.578,7
Abr	24.755,6	14.221,0	821,2	8.637,7	4.762,0	3.581,7	1.424,1	581,7	1.575,8	82,7	1.147,8	3.925,3	166,4	1.630,7
May ²⁾	24.968,7	14.355,0	806,1	8.701,2	4.847,7	3.589,7	1.396,5	590,4	1.602,7	85,2	1.153,9	3.962,3	166,7	1.655,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,8	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	201,9	27,6	207,2
2006 Ene	1.445,6	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	208,2	30,7	203,4
Feb	1.445,2	568,6	429,2	56,5	19,7	353,0	-	0,1	210,8	29,7	206,8
Mar	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
Abr	1.468,7	586,6	425,9	45,8	17,4	362,6	-	0,1	218,3	28,4	209,4
May ²⁾	1.472,2	588,6	427,8	34,8	19,4	373,6	-	0,1	217,4	31,2	207,1
IFM, excluido el Eurosistema											
2004	21.351,8	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005	23.650,1	-	12.215,7	149,2	7.215,7	4.850,9	698,9	3.858,3	1.307,7	3.516,8	2.052,7
2006 Ene	24.003,6	-	12.231,3	133,7	7.222,4	4.875,1	695,4	3.888,8	1.340,1	3.614,7	2.233,3
Feb	24.180,1	-	12.277,2	143,1	7.243,8	4.890,3	695,6	3.952,7	1.354,6	3.695,3	2.204,7
Mar	24.398,3	-	12.414,0	148,0	7.319,5	4.946,5	686,7	3.989,6	1.361,9	3.739,3	2.206,8
Abr	24.755,6	-	12.606,5	136,7	7.424,9	5.044,9	696,0	4.005,8	1.362,0	3.795,8	2.289,5
May ²⁾	24.968,7	-	12.700,8	132,1	7.450,9	5.117,8	706,2	4.060,7	1.367,4	3.820,1	2.313,6

Fuente: BCE.

1) 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».

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».

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2004	15.719,1	8.389,6	833,4	7.556,3	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005	17.893,1	9.140,6	852,5	8.288,1	2.146,3	1.594,8	551,5	705,3	4.015,5	180,4	1.705,0
2006 Ene	18.199,5	9.234,1	847,5	8.386,6	2.172,5	1.616,1	556,4	721,3	4.129,0	179,5	1.763,1
Feb	18.356,3	9.307,2	838,0	8.469,2	2.190,8	1.622,6	568,2	741,2	4.173,9	179,6	1.763,7
Mar	18.514,9	9.386,0	841,7	8.544,3	2.172,6	1.596,7	575,9	777,3	4.235,2	181,0	1.762,9
Abr	18.762,3	9.480,3	841,9	8.638,4	2.176,7	1.592,7	584,0	828,2	4.286,1	181,1	1.810,0
May ^(p)	18.846,8	9.528,7	826,8	8.701,8	2.160,7	1.567,9	592,8	818,3	4.319,5	181,4	1.838,3
Operaciones											
2004	1.270,8	499,7	-6,7	506,5	91,9	58,1	33,8	37,2	437,7	2,7	201,5
2005	1.611,7	716,2	17,8	698,4	150,5	72,7	77,8	48,7	457,8	1,4	237,1
2006 Ene	315,8	80,3	-4,9	85,2	32,8	26,1	6,7	12,9	127,0	-1,2	63,9
Feb	118,0	71,6	-9,6	81,2	18,2	6,4	11,8	16,7	11,8	0,1	-0,4
Mar	209,5	86,5	3,8	82,7	-6,1	-15,6	9,5	35,7	97,4	0,8	-4,8
Abr	298,1	99,3	0,4	98,9	10,8	1,7	9,1	50,9	91,2	0,2	45,9
May ^(p)	128,3	52,0	-15,0	67,1	-9,5	-18,4	8,9	-4,0	62,7	0,3	26,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.893,1	532,8	173,6	7.230,2	615,8	2.326,2	1.195,5	3.544,4	2.259,9	14,7
2006 Ene	18.199,5	520,9	191,6	7.240,1	608,4	2.337,7	1.221,6	3.645,4	2.436,7	-2,7
Feb	18.356,3	524,9	199,6	7.263,5	610,2	2.381,3	1.243,0	3.725,0	2.411,5	-2,7
Mar	18.514,9	532,3	193,0	7.334,5	603,3	2.401,4	1.248,3	3.769,7	2.413,4	19,1
Abr	18.762,3	540,3	182,5	7.442,3	613,3	2.411,1	1.243,9	3.824,2	2.498,9	5,9
May ^(p)	18.846,8	543,4	166,9	7.470,3	620,9	2.437,8	1.232,8	3.851,3	2.520,7	2,7
Operaciones										
2004	1.270,8	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	232,1	37,7
2005	1.611,7	64,4	10,8	502,5	-3,0	217,2	87,7	443,8	338,1	-49,8
2006 Ene	315,8	-11,9	18,0	14,1	6,6	8,1	1,9	124,9	160,2	-6,0
Feb	118,0	4,0	8,0	19,5	3,2	34,0	18,6	45,0	-14,1	-0,2
Mar	209,5	7,4	-6,6	71,1	-0,7	30,1	4,6	79,3	-10,2	34,4
Abr	298,1	8,0	-10,5	113,0	10,1	19,1	-5,2	96,0	71,2	-3,5
May ^(p)	128,3	3,1	-15,6	30,3	9,1	36,0	-5,8	54,3	13,5	3,3

Fuente: BCE.

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

2) 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

(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 monetarios¹⁾ 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 ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	M2-M1						Préstamos				
Saldos vivos											
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	963,8	6.533,0	-	4.460,8	2.294,6	8.686,1	7.548,8	385,4
2005	3.423,4	2.651,6	6.075,0	996,1	7.071,1	-	5.001,1	2.472,8	9.542,9	8.281,4	463,5
2006 Ene	3.447,5	2.673,5	6.121,0	995,8	7.116,8	-	5.042,2	2.470,2	9.651,3	8.375,7	483,2
Feb	3.468,3	2.696,7	6.164,9	992,1	7.157,0	-	5.103,5	2.462,0	9.779,9	8.476,9	448,4
Mar	3.496,8	2.722,2	6.219,0	1.005,2	7.224,2	-	5.131,6	2.432,0	9.894,5	8.553,8	472,4
Abr	3.509,1	2.763,1	6.272,2	1.009,8	7.282,0	-	5.155,6	2.424,1	10.017,6	8.636,9	478,7
May ^(p)	3.550,3	2.744,0	6.294,3	1.041,3	7.335,7	-	5.173,0	2.377,5	10.076,4	8.697,1	493,6
Operaciones											
2004	238,6	110,7	349,3	57,2	406,5	-	342,7	54,5	577,0	506,1	166,1
2005	338,6	139,4	478,1	9,7	487,8	-	400,1	94,9	826,8	699,4	15,7
2006 Ene	25,6	23,9	49,5	7,6	57,1	-	20,3	2,4	93,8	81,0	9,2
Feb	19,3	21,4	40,7	-2,8	37,9	-	48,6	-8,3	124,1	99,8	-33,3
Mar	30,3	27,7	58,0	19,3	77,3	-	33,7	-19,5	123,4	84,4	25,5
Abr	14,1	43,3	57,4	4,4	61,8	-	34,0	-2,2	128,9	87,9	5,2
May ^(p)	42,3	-17,4	24,9	35,3	60,2	-	29,3	-40,2	68,3	63,8	16,9
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	8,9	4,3	6,7	6,3	6,6	6,5	8,3	2,4	7,1	7,2	166,1
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	1,0	7,4	7,6	8,8	4,1	9,5	9,2	15,7
2006 Ene	10,3	6,4	8,4	3,2	7,7	7,7	8,8	3,0	9,9	9,7	32,1
Feb.	9,9	7,3	8,7	3,6	7,9	8,0	8,8	1,9	10,7	10,4	-16,3
Mar	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	1,6	11,5	10,8	23,4
Abr	9,8	8,9	9,3	5,0	8,7	8,7	8,8	1,0	11,8	11,4	14,9
May ^(p)	10,2	8,0	9,2	7,0	8,9	.	8,8	-0,1	11,8	11,4	66,3

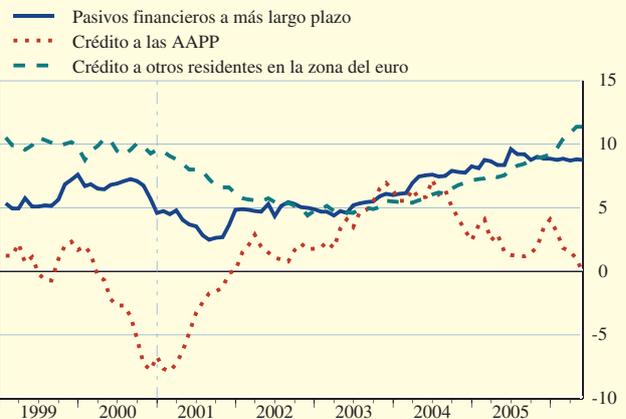
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- 1) 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).
- 2) 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

(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

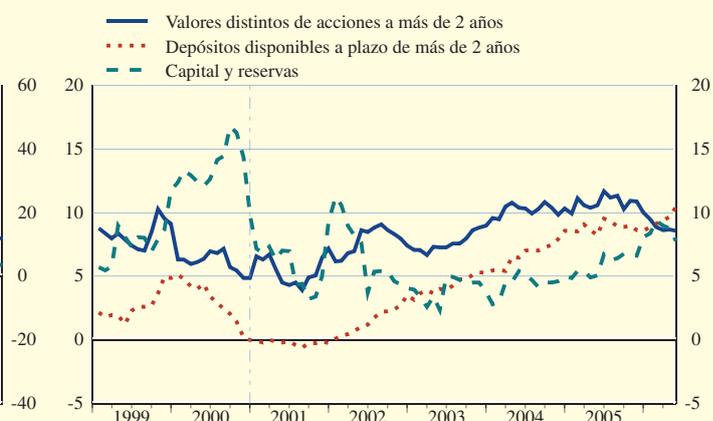
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con 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											
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	241,4	620,1	102,3	1.964,9	90,2	1.359,5	1.046,3
2005	520,4	2.903,0	1.108,5	1.543,1	235,5	630,8	129,8	2.203,9	87,0	1.515,7	1.194,5
2006 Ene	528,3	2.919,2	1.119,3	1.554,2	240,2	611,7	144,0	2.207,8	88,0	1.524,5	1.221,8
Feb	535,2	2.933,1	1.138,0	1.558,7	227,6	611,2	153,4	2.234,3	87,9	1.537,7	1.243,6
Mar	535,5	2.961,3	1.158,8	1.563,3	238,8	603,7	162,7	2.239,0	88,4	1.557,1	1.247,0
Abr	540,5	2.968,6	1.199,5	1.563,6	239,5	605,8	164,5	2.247,5	89,2	1.570,0	1.249,0
May ^(p)	544,5	3.005,9	1.174,9	1.569,1	253,4	612,6	175,3	2.258,2	90,7	1.584,6	1.239,5
Operaciones											
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,1	21,9	11,2	185,8	-0,9	107,2	50,5
2005	64,0	274,7	69,9	69,5	-7,0	-3,2	20,0	199,2	-4,3	117,8	87,5
2006 Ene	7,9	17,6	12,8	11,1	4,7	-5,1	7,9	6,8	1,0	9,4	3,1
Feb	6,9	12,4	17,0	4,4	-12,7	1,0	9,0	17,3	-0,1	12,5	18,9
Mar	0,4	29,9	23,0	4,8	11,3	-1,3	9,2	14,8	0,6	15,5	2,8
Abr	5,0	9,1	43,0	0,4	0,8	2,2	1,4	18,3	0,8	13,8	1,1
May ^(p)	3,9	38,4	-23,0	5,6	13,1	8,3	13,9	16,9	1,5	14,9	-4,0
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,1	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	5,0
2005 Dic	14,0	10,9	6,6	4,4	-3,0	-0,5	19,0	10,0	-4,7	8,6	8,1
2006 Ene	13,5	9,7	8,6	4,8	3,5	-1,4	30,8	9,5	-3,8	8,9	8,4
Feb	13,6	9,3	11,2	4,6	2,8	-0,5	27,4	8,9	-4,1	9,2	9,4
Mar	12,4	9,8	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,3	8,6	-3,2	9,4	9,0
Abr	12,2	9,4	16,1	3,9	9,9	-1,1	26,9	8,7	-2,4	9,7	8,8
May ^(p)	11,9	9,9	14,6	3,5	7,9	-0,8	46,8	8,6	-0,5	10,5	7,8

C3 Componentes de los agregados monetarios (tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo (tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

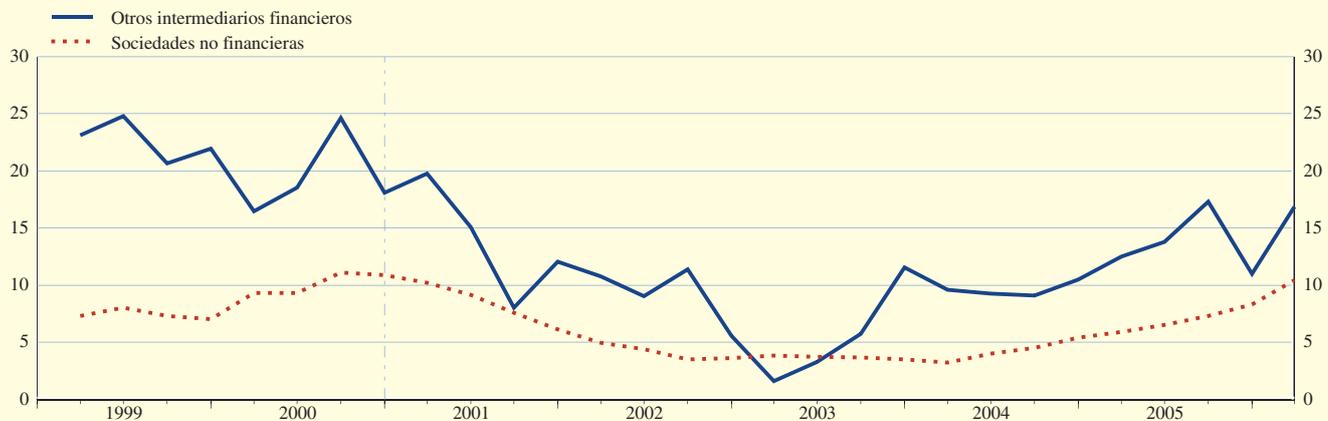
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ³⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006 Ene	76,5	52,9	641,1	392,2	3.444,6	1.045,6	601,9	1.797,1
Feb	75,7	51,8	665,7	414,7	3.483,9	1.055,8	614,1	1.814,1
Mar	82,2	57,8	661,1	412,0	3.524,8	1.065,4	628,9	1.830,5
Abr	87,9	63,3	677,3	428,6	3.567,4	1.085,3	637,0	1.845,1
May ^(p)	87,2	62,4	680,2	431,7	3.596,7	1.084,9	647,7	1.864,1
Operaciones								
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,3
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006 Ene	11,9	11,3	25,3	25,1	26,9	8,5	8,0	10,4
Feb	-1,0	-1,3	23,2	21,7	38,8	10,2	12,0	16,6
Mar	6,5	6,0	-2,7	-1,6	43,3	10,8	14,9	17,6
Abr	5,8	5,5	17,8	17,8	45,2	20,8	9,1	15,4
May ^(p)	-0,7	-0,9	3,4	3,1	31,9	0,4	11,6	19,9
Tasas de crecimiento								
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,6	6,0	7,0
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Ene	36,2	36,5	15,7	14,7	8,6	6,0	9,6	9,8
Feb	27,4	26,4	18,9	18,8	9,7	7,2	12,6	10,3
Mar	40,8	45,1	16,9	16,8	10,5	8,0	14,7	10,6
Abr	47,4	54,5	20,7	24,0	10,9	9,1	15,1	10,6
May ^(p)	40,2	45,0	19,4	22,4	11,3	9,1	16,2	11,0

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) 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.

3) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

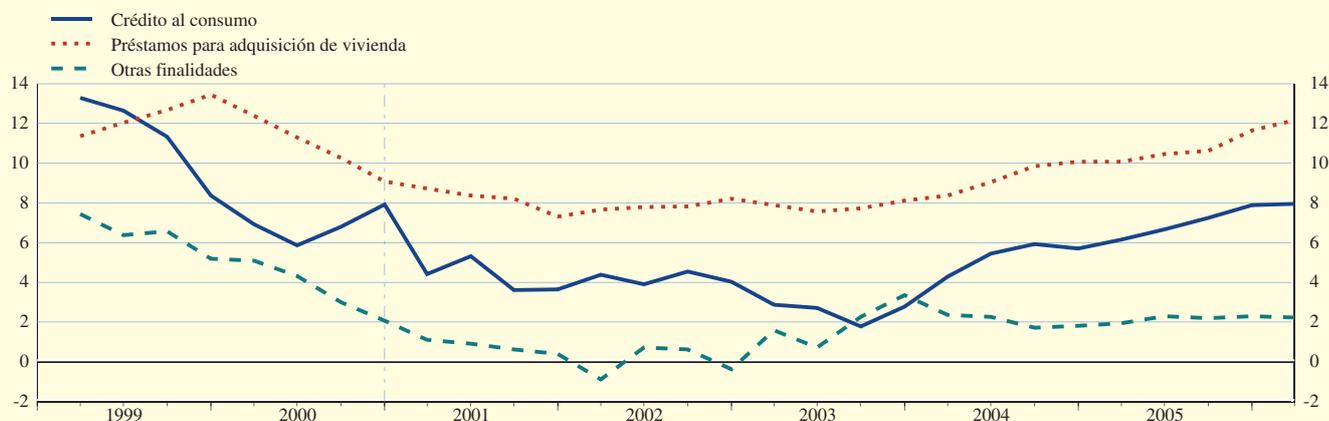
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares^{2), 3)}

	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													
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005	4.193,3	554,1	129,2	200,7	224,2	2.917,6	15,2	67,5	2.834,9	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 Ene	4.223,8	554,6	128,5	200,3	225,9	2.949,9	15,1	67,4	2.867,4	719,3	146,4	97,3	475,6
Feb	4.243,2	555,9	127,5	201,2	227,2	2.969,8	15,1	67,7	2.887,1	717,5	145,8	97,9	473,7
Mar	4.275,5	556,3	126,9	200,5	228,9	2.999,8	15,1	67,9	2.916,7	719,4	146,5	98,7	474,2
Abr	4.305,1	560,6	127,7	202,0	230,9	3.024,1	15,0	67,7	2.941,3	720,4	146,1	98,2	476,1
May ⁶⁾	4.337,1	568,1	129,9	204,5	233,8	3.047,8	15,1	68,5	2.964,2	721,2	144,7	98,1	478,5
Operaciones													
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	359,8	40,7	9,1	11,6	20,0	302,9	0,8	4,8	297,3	16,2	3,9	1,3	11,1
2006 Ene	21,2	1,2	-0,5	-0,3	2,0	19,8	-0,1	-0,1	20,0	0,2	-0,5	-0,6	1,3
Feb	20,2	1,6	-0,9	1,0	1,4	20,1	0,0	0,2	19,8	-1,4	-0,5	0,6	-1,5
Mar	35,6	2,2	-0,4	0,1	2,5	30,5	0,1	0,2	30,2	2,8	0,9	0,9	1,1
Abr	30,0	4,5	0,8	1,3	2,4	24,5	-0,2	0,0	24,7	1,0	-0,3	-0,5	1,8
May ⁶⁾	32,5	7,6	2,1	2,4	3,0	23,6	0,0	0,4	23,1	1,4	-1,4	0,3	2,5
Tasas de crecimiento													
2004 Dic	7,9	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 Dic	9,4	7,9	7,6	6,1	9,7	11,6	5,6	7,5	11,8	2,3	2,7	1,3	2,4
2006 Ene	9,5	8,2	6,9	6,4	10,5	11,7	7,6	7,7	11,8	2,2	2,3	1,4	2,4
Feb	9,5	8,5	7,0	6,8	10,8	11,8	8,6	7,9	11,9	1,8	1,9	2,1	1,8
Mar	9,8	7,9	6,3	5,6	11,0	12,2	7,4	6,0	12,4	2,2	1,7	2,7	2,3
Abr	9,8	7,9	7,3	5,4	10,7	12,2	6,0	7,1	12,3	2,3	2,7	2,0	2,2
May ⁶⁾	9,8	8,4	7,7	5,5	11,4	12,1	6,6	7,5	12,2	2,0	1,7	1,6	2,2

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 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.
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

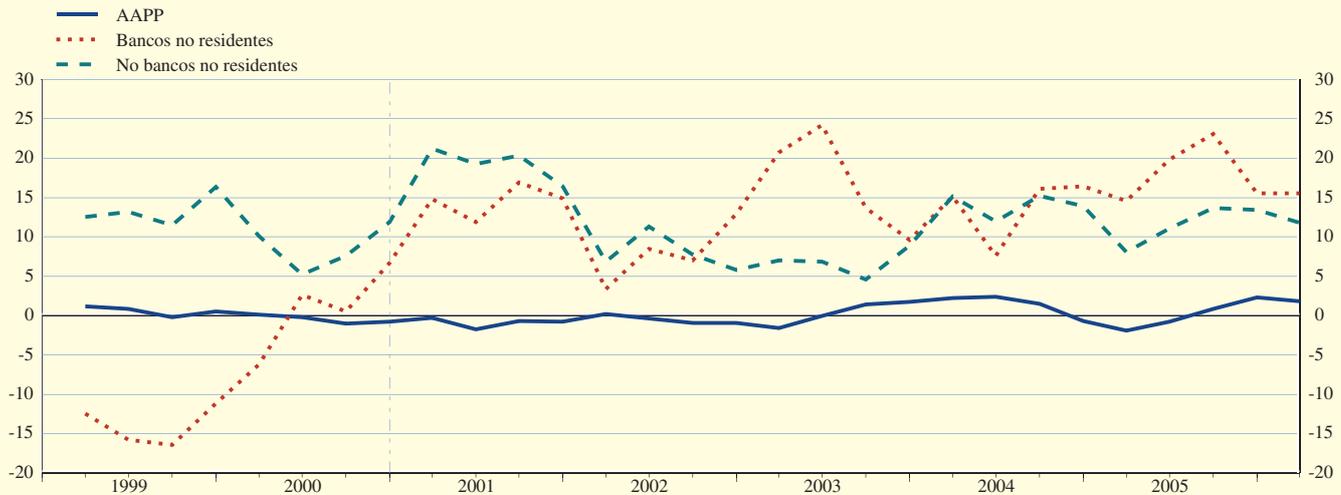
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	806,0	128,7	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II	809,2	124,3	247,9	408,4	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
III	816,7	124,6	247,4	412,0	32,7	2.376,2	1.633,8	742,5	64,1	678,4
IV	831,9	130,1	246,8	425,8	29,2	2.485,3	1.723,6	761,6	66,0	695,6
2006 I ^(p)	821,0	123,9	240,9	427,6	28,6	2.610,9	1.838,4	772,5	65,2	707,4
Operaciones										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 I	-6,6	-1,6	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
II	2,6	-4,7	-0,4	1,7	6,0	93,9	81,1	12,9	0,2	12,7
III	7,7	0,3	-0,5	3,7	4,1	86,0	52,8	33,4	2,0	31,4
IV	15,0	5,4	-3,0	16,1	-3,4	-6,4	-21,5	15,1	2,0	13,1
2006 I ^(p)	-10,7	-5,9	-5,9	1,8	-0,7	147,3	126,9	20,4	-0,8	21,2
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Mar	-1,9	-2,3	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun	-0,8	-1,1	-2,5	4,2	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
Sep	0,8	1,2	-2,3	4,4	-15,6	20,0	23,0	13,6	5,3	14,5
Dic	2,3	-0,5	-3,2	5,4	22,9	14,9	15,5	13,4	7,7	14,0
2006 Mar ^(p)	1,8	-3,8	-3,9	5,7	27,0	14,4	15,5	11,8	5,4	12,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) 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 IFM¹⁾

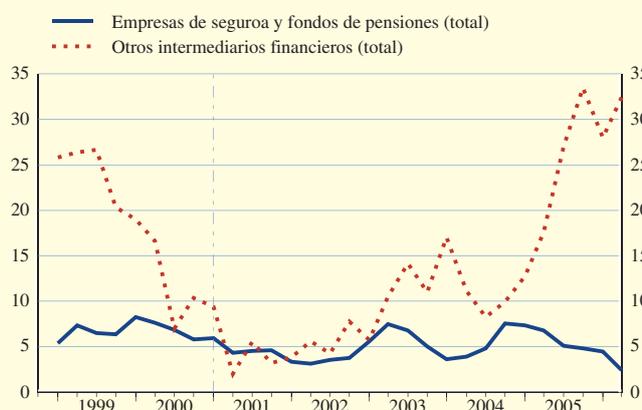
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	884,2	233,9	185,6	333,0	10,5	0,1	121,1
2006 Ene	621,1	72,5	49,8	471,5	1,2	1,4	24,6	918,1	259,5	178,8	339,4	10,0	0,1	130,4
Feb	614,8	68,8	47,4	473,4	1,2	1,4	22,6	944,4	256,8	191,5	352,8	10,2	0,1	133,0
Mar	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	987,3	271,5	194,5	374,8	11,0	0,1	135,4
Abr	627,9	67,8	50,4	479,5	1,1	1,4	27,7	1.032,8	275,4	221,9	382,4	10,5	0,1	142,6
May ⁴⁾	621,1	66,2	45,9	481,0	1,1	1,4	25,6	1.034,4	274,1	207,3	392,7	11,7	0,2	148,4
Operaciones														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	182,9	40,1	37,9	103,0	1,5	0,0	0,4
2006 Ene	8,6	4,8	-2,0	1,8	0,0	0,0	4,0	35,7	26,1	-6,2	6,9	-0,5	0,0	9,4
Feb	-6,4	-3,7	-2,5	1,8	0,0	0,0	-2,0	24,4	-3,3	12,0	12,9	0,2	0,0	2,6
Mar	-1,6	-3,1	3,1	1,4	-0,1	0,0	-2,9	40,5	15,5	3,7	18,1	0,8	0,0	2,4
Abr	15,1	2,3	0,1	4,8	0,0	0,0	8,0	47,8	4,6	28,1	8,3	-0,5	0,0	7,3
May ⁴⁾	-6,7	-1,6	-4,5	1,5	0,0	0,0	-2,1	1,0	-1,0	-14,8	10,4	1,2	0,1	5,0
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	17,1
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	28,0	22,2	25,4	51,0	14,3	-	0,4
2006 Ene	3,8	6,0	-3,7	4,2	18,3	1,3	4,4	27,8	16,7	29,5	54,4	-4,5	-	3,9
Feb	3,6	11,6	-5,1	3,6	27,2	1,0	1,6	29,6	13,4	39,0	57,9	-1,7	-	3,8
Mar	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,4	0,9	-0,3	32,4	20,7	41,4	55,0	6,1	-	4,8
Abr	3,9	1,8	-1,9	3,6	12,6	0,7	31,2	36,6	25,0	51,0	54,3	-10,8	-	11,7
May ⁴⁾	3,0	0,3	-9,7	4,1	-9,6	1,1	17,4	32,4	20,5	40,6	55,6	4,3	-	5,4

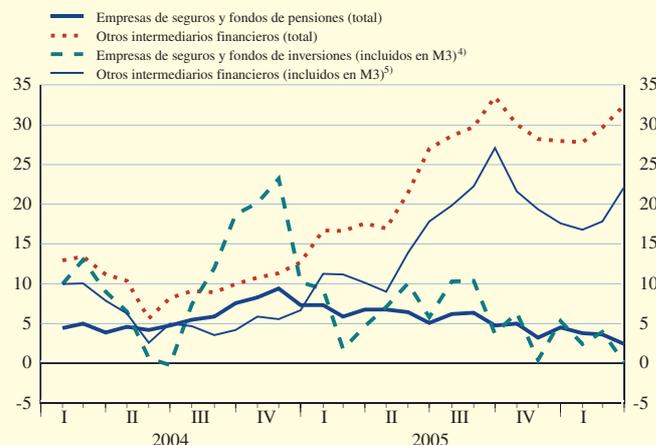
C8 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) 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.

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 IFM¹⁾

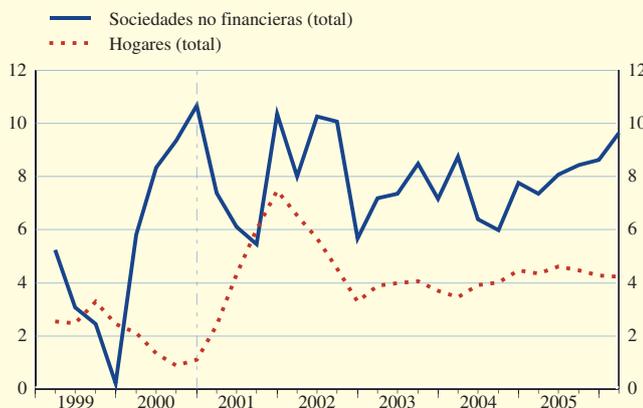
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares²⁾

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005	1.211,8	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,3	1.354,6	84,5	52,8
2006 Ene	1.183,3	740,6	302,0	66,7	47,2	1,2	25,5	4.338,1	1.668,6	535,5	629,3	1.366,2	85,2	53,2
Feb	1.179,4	737,3	304,6	67,4	46,8	1,2	22,0	4.342,6	1.667,1	542,4	626,4	1.367,6	85,5	53,7
Mar	1.199,3	745,7	313,1	71,2	46,4	1,2	21,6	4.355,9	1.673,9	549,4	623,2	1.368,0	86,3	55,1
Abr	1.211,5	751,5	319,8	71,5	45,6	1,3	21,7	4.384,6	1.703,9	552,6	620,7	1.366,8	86,5	54,1
May ⁴⁾	1.229,1	772,3	314,1	71,7	45,3	1,4	24,3	4.389,7	1.702,2	560,3	618,5	1.364,5	87,7	56,6
Operaciones														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
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 Ene	-27,1	-28,0	-2,3	-0,4	2,7	0,0	0,9	-4,2	-17,1	2,1	-2,0	11,7	0,7	0,4
Feb	-5,0	-3,9	2,1	0,7	-0,4	0,0	-3,5	3,8	-1,7	6,4	-2,9	1,3	0,3	0,5
Mar	21,3	9,0	9,3	3,8	-0,4	0,0	-0,4	14,1	7,0	7,5	-3,1	0,5	0,8	1,4
Abr	14,1	6,6	7,5	0,6	-0,8	0,1	0,1	29,6	30,2	3,8	-2,5	-1,2	0,2	-1,0
May ⁴⁾	19,6	21,2	-4,3	0,4	-0,3	0,0	2,6	5,8	-1,5	8,1	-2,2	-2,2	1,2	2,5
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,2	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Ene	10,3	11,9	9,1	-1,0	18,8	-27,9	1,2	4,0	7,6	3,7	-1,0	3,4	-3,4	1,9
Feb	10,5	11,7	11,3	0,1	15,9	-27,7	-4,7	3,9	7,2	4,6	-1,5	3,3	-3,7	4,0
Mar	9,6	9,8	11,6	5,5	14,2	-27,6	-9,7	4,2	7,4	6,7	-1,7	3,2	-2,7	7,6
Abr	10,4	10,2	12,4	10,8	10,5	-20,0	-8,7	4,2	7,4	7,1	-2,2	2,9	-1,9	6,6
May ⁴⁾	11,4	11,4	12,1	11,7	8,0	-20,7	10,8	4,2	6,9	8,9	-2,1	2,4	-0,1	8,7

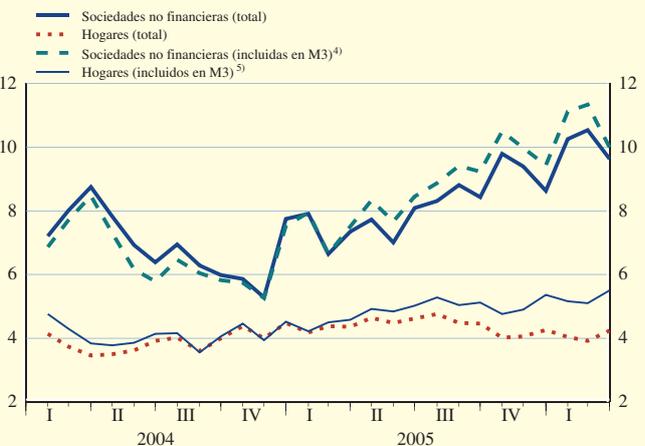
C10 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) 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.

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 IFM¹⁾

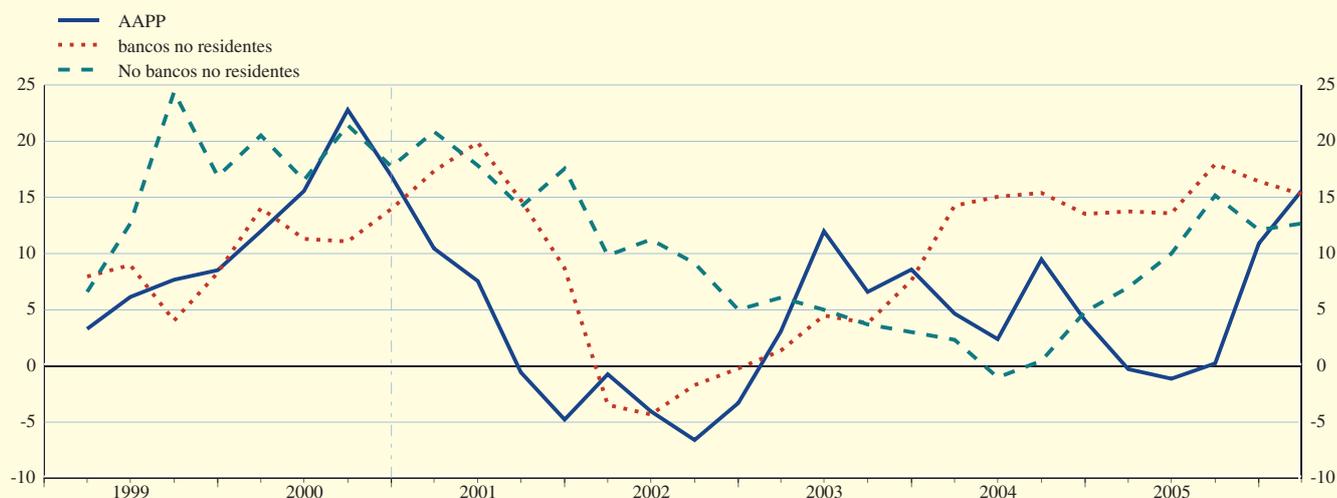
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,0	1.935,6	733,4	105,4	628,0
II	288,3	135,1	35,1	69,7	48,4	2.784,4	2.034,1	750,3	118,6	631,7
III	287,5	135,1	36,0	71,3	45,2	2.907,1	2.108,2	798,9	125,2	673,7
IV	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.049,1	2.250,4	798,6	125,8	672,8
2006 I ^(p)	312,0	148,0	38,1	77,2	48,7	3.246,0	2.403,2	842,8	128,6	714,3
Operaciones										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,5	21,1	-1,1	22,3
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 I	-12,2	-11,4	2,8	-2,1	-1,6	188,1	147,1	41,0	2,0	39,1
II	18,3	8,8	1,7	2,2	5,7	41,7	42,7	-1,0	13,2	-14,2
III	-0,9	-0,3	0,9	1,7	-3,2	123,2	74,9	48,3	6,7	41,7
IV	25,6	14,1	2,4	9,7	-0,5	23,6	28,1	-4,5	0,6	-5,0
2006 I ^(p)	-1,1	-1,1	-0,2	-3,7	4,0	217,8	165,4	52,4	2,8	49,5
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,2	3,7
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Mar	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
Jun	-1,2	-13,8	19,3	8,3	16,9	12,6	13,5	10,0	15,8	8,9
Sep	0,2	-7,9	14,1	7,9	5,9	17,2	18,0	15,1	18,7	14,5
Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,2	16,4	12,1	21,6	10,4
2006 Mar ^(p)	15,5	17,0	14,1	14,6	14,0	14,6	15,3	12,6	22,0	11,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

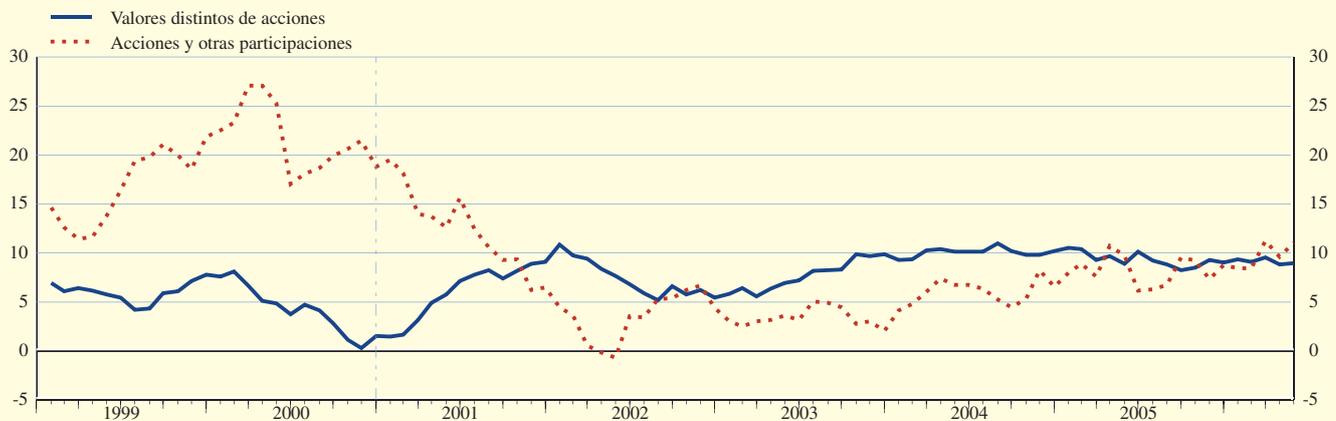
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,1	286,4	656,4	215,2
2005	4.435,7	1.450,2	63,8	1.412,3	17,0	525,3	24,1	943,0	1.253,7	309,7	695,0	249,0
2006 Ene	4.515,3	1.470,9	62,7	1.431,6	16,8	528,5	25,7	979,0	1.293,9	322,3	710,8	260,8
Feb	4.564,3	1.487,0	66,8	1.437,9	17,6	539,7	26,2	989,2	1.317,8	318,0	730,5	269,3
Mar	4.573,0	1.501,7	68,6	1.412,1	16,6	546,5	27,1	1.000,4	1.363,3	323,7	765,9	273,7
Abr	4.586,1	1.506,4	69,4	1.407,6	16,6	553,6	28,1	1.004,4	1.419,1	332,0	815,8	271,3
May ^(p)	4.602,7	1.535,5	67,2	1.380,2	16,4	563,0	27,5	1.013,0	1.423,2	347,6	806,3	269,3
Operaciones												
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	70,3	2,2	37,1	31,0
2005	358,1	85,6	-1,5	48,8	-0,9	71,5	5,9	148,7	101,7	27,1	48,9	25,8
2006 Ene	103,6	27,9	-0,1	22,8	0,3	4,5	2,1	46,1	29,9	10,1	12,9	6,9
Feb	39,9	16,6	3,2	6,4	0,4	11,7	0,1	1,6	18,7	-5,4	16,7	7,4
Mar	33,4	15,0	3,2	-17,3	-0,5	7,9	1,5	23,6	44,0	5,1	35,0	3,9
Abr	34,8	5,5	1,9	-0,3	0,3	7,5	1,6	18,3	55,6	8,2	49,8	-2,5
May ^(p)	25,2	25,9	-1,6	-20,9	0,0	9,1	-0,2	12,9	13,1	16,8	-4,0	0,3
Tasas de crecimiento												
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,5	0,8	6,0	17,4
2005 Dic	9,0	6,3	-1,8	3,9	-4,5	15,9	33,8	19,2	8,8	9,5	7,4	11,9
2006 Ene	9,4	8,1	-7,9	2,9	-16,1	15,7	49,1	19,9	8,5	10,7	7,5	8,2
Feb	9,1	8,1	-2,6	1,1	-10,6	15,5	52,1	21,4	8,5	9,0	10,0	3,4
Mar	9,6	8,3	0,2	0,5	-0,5	16,8	59,2	22,9	11,2	9,4	14,4	4,5
Abr	8,8	7,0	6,4	-0,2	-9,9	16,3	56,4	22,3	9,6	6,4	12,1	6,6
May ^(p)	9,0	9,0	3,2	-1,2	-7,9	17,0	46,7	21,0	11,1	10,6	12,1	8,8

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares²⁾

	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
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
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 Ene	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	0,0	0,0	-0,8	-1,0	-0,3	-0,1	-0,6
Feb	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Mar	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Abr	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
May ^(p)	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-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
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 Ene	-1,7	-0,8	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1
Feb	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Mar	-1,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	-0,1
Abr	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
May ^(p)	-1,1	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	24,8	3,4	0,5	7,5	0,7	1,6	0,3	10,7	37,4	4,6	17,4	15,4
2006 Ene	-2,0	-0,9	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,4	9,8	2,2	2,9	4,7
Feb	2,4	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	2,4	5,2	1,1	3,0	1,1
Mar	-5,5	-0,3	-0,1	-3,7	-0,1	-0,4	-0,1	-0,9	2,0	0,6	0,8	0,5
Abr	-8,8	-0,6	-0,1	-4,2	-0,1	-0,4	-0,1	-3,3	0,1	0,1	0,0	0,0
May ^(p)	-0,4	0,5	0,0	2,2	0,0	0,4	-0,1	-3,3	-11,0	-1,2	-5,5	-4,3

Fuente: BCE.

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	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														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I	4.820,8	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.832,4	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
II	4.792,3	90,9	9,1	5,5	0,4	1,4	1,1	7.061,4	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
III	4.783,0	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.127,9	96,7	3,3	2,0	0,3	0,1	0,4
IV	4.850,9	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.364,8	96,8	3,2	2,0	0,3	0,1	0,5
2006 I ^(p)	4.946,5	89,8	10,2	6,1	0,5	1,5	1,3	7.467,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2003	1.580,8	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 I	1.935,6	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
II	2.034,1	45,8	54,2	36,0	2,4	3,1	9,5	750,3	52,5	47,5	30,6	1,5	2,3	9,9
III	2.108,2	46,8	53,2	34,3	2,5	3,0	9,7	798,9	51,9	48,1	31,1	1,8	2,0	9,9
IV	2.250,4	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	798,6	51,9	48,1	32,0	1,7	2,2	9,2
2006 I ^(p)	2.403,2	47,4	52,6	34,4	2,8	2,6	9,7	842,8	52,1	47,9	32,6	1,3	2,1	9,0

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.795,0	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II	3.943,1	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	2,9
III	3.994,3	81,9	18,1	9,0	1,8	2,0	3,2
IV	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 I ^(p)	4.203,8	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2

Fuente: BCE.

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

2) 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.

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I	4.575,4	-	-	-	-	-	8.474,8	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
II	4.528,9	-	-	-	-	-	8.732,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III	4.546,7	-	-	-	-	-	8.889,4	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,4	
IV	4.568,4	-	-	-	-	-	9.119,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 I ^(p)	4.656,8	-	-	-	-	-	9.364,6	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 I	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	672,7	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1
II	1.582,4	49,3	50,7	31,0	4,2	2,0	9,0	710,1	41,0	59,0	43,1	1,1	4,4	7,2
III	1.633,8	49,3	50,7	29,5	4,3	2,0	10,1	742,5	40,1	59,9	42,4	1,6	3,9	8,4
IV	1.723,6	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	761,6	38,2	61,8	43,6	1,8	4,2	8,6
2006 I ^(p)	1.838,4	49,9	50,1	30,2	3,5	2,2	9,4	772,5	39,2	60,8	43,6	1,6	3,9	8,2

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 I	1.455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
II	1.503,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.889,8	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
III	1.507,1	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.865,4	98,1	1,9	1,0	0,3	0,1	0,4
IV	1.514,0	95,8	4,2	2,0	0,3	0,4	1,3	1.978,7	97,9	2,1	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 I ^(p)	1.570,4	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,4	2.002,3	97,8	2,2	1,1	0,3	0,2	0,6
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I	359,5	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,6	438,4	43,8	56,2	32,7	7,2	0,8	9,1
II	397,4	47,9	52,1	30,3	0,8	0,5	17,8	477,4	41,1	58,9	34,0	7,9	0,8	9,9
III	407,2	49,5	50,5	29,1	0,8	0,6	17,0	489,2	40,2	59,8	36,0	6,1	0,9	11,1
IV	401,9	48,7	51,3	29,8	0,8	0,6	16,5	541,2	36,1	63,9	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 I ^(p)	433,1	50,9	49,1	27,8	0,8	0,5	16,5	567,2	38,1	61,9	35,3	7,0	0,8	13,3

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) 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.
- 3) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 III	3.688,2	266,5	1.588,9	78,8	1.510,1	1.179,8	325,6	155,4	172,2
IV	3.830,2	260,5	1.622,4	78,6	1.543,8	1.251,1	342,2	158,5	195,5
2005 I	4.058,7	287,8	1.692,2	79,3	1.612,9	1.325,5	371,3	163,1	218,8
II	4.314,0	295,9	1.783,6	91,4	1.692,2	1.405,7	412,1	167,5	249,2
III	4.631,9	302,9	1.861,7	101,0	1.760,7	1.559,5	454,0	171,6	282,2
IV ^(p)	4.793,3	291,9	1.849,7	109,3	1.740,4	1.690,6	498,5	176,0	286,5

2. Pasivo

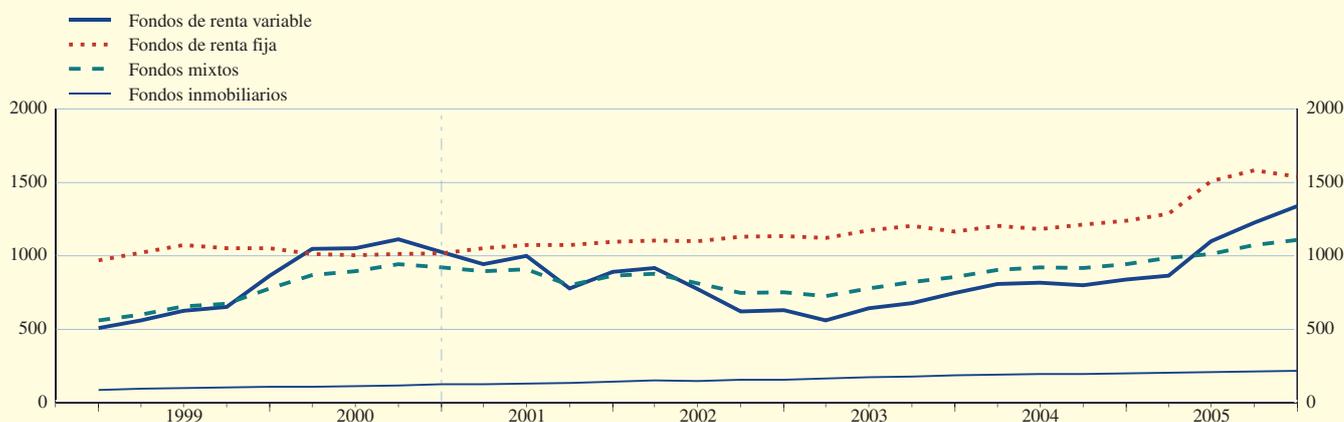
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2004 III	3.688,2	53,7	3.490,7	143,9
IV	3.830,2	53,1	3.619,6	157,5
2005 I	4.058,7	61,7	3.798,9	198,2
II	4.314,0	58,7	4.035,4	219,8
III	4.631,9	60,5	4.352,9	218,6
IV ^(p)	4.793,3	61,6	4.520,3	211,4

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
2004 III	3.688,2	798,9	1.211,2	916,5	196,2	565,4	2.739,4	948,9
IV	3.830,2	836,8	1.238,7	941,4	196,8	616,6	2.850,9	979,2
2005 I	4.058,7	864,6	1.285,7	984,4	201,1	722,8	3.041,4	1.017,3
II	4.314,0	1.097,2	1.510,1	1.011,1	207,1	488,5	3.245,6	1.068,3
III	4.631,9	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	541,0	3.507,5	1.124,4
IV ^(p)	4.793,3	1.339,7	1.539,1	1.107,9	215,8	590,8	3.663,0	1.130,2

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2004 III	798,9	34,0	35,8	4,0	31,8	673,2	28,7	-	27,2
IV	836,8	30,9	37,0	4,1	32,9	705,8	32,2	-	30,9
2005 I	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
II	1.097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
III	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
IV ^(p)	1.339,7	52,2	45,9	5,7	40,2	1.146,5	60,3	-	34,9
Fondos de renta fija									
2004 III	1.211,2	87,1	1.006,4	42,4	964,0	34,4	28,8	-	54,5
IV	1.238,7	84,1	1.020,9	43,6	977,3	39,9	29,4	-	64,3
2005 I	1.285,7	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
II	1.510,1	110,5	1.229,4	58,4	1.171,1	38,4	40,1	-	91,7
III	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
IV ^(p)	1.539,1	100,3	1.252,9	67,7	1.185,2	38,6	46,3	-	101,0
Fondos mixtos									
2004 III	916,5	57,0	375,0	23,7	351,3	291,9	142,2	0,3	50,1
IV	941,4	55,2	375,4	21,8	353,5	304,9	149,7	0,3	55,9
2005 I	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
II	1.011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,1	0,2	79,4
III	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
IV ^(p)	1.107,9	60,9	439,7	26,8	412,9	315,5	201,9	0,1	89,8
Fondos inmobiliarios									
2004 III	196,2	15,5	9,2	0,7	8,5	0,8	8,1	154,0	8,7
IV	196,8	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,3	8,7
2005 I	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
II	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,5	167,1	9,0
III	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
IV ^(p)	215,8	14,2	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2004 III	2.739,4	221,6	1.051,9	939,0	249,8	133,4	143,7
IV	2.850,9	217,9	1.077,4	999,7	261,0	137,5	157,6
2005 I	3.041,4	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,2
II	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,6	144,8	207,3
III	3.507,5	251,6	1.260,9	1.257,8	353,3	146,5	237,4
IV ^(p)	3.663,0	244,1	1.277,9	1.372,1	380,9	150,1	237,8
Fondos de inversores especiales							
2004 III	948,9	44,9	537,0	240,8	75,8	22,0	28,5
IV	979,2	42,6	545,0	251,4	81,2	21,0	37,9
2005 I	1.017,3	46,1	557,8	267,1	85,6	22,0	38,6
II	1.068,3	48,2	576,5	280,6	98,5	22,8	41,9
III	1.124,4	51,3	600,7	301,7	100,8	25,2	44,8
IV ^(p)	1.130,2	47,8	571,8	318,4	117,6	25,9	48,7

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos							Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM	Pro memoria: Depósitos de no IFM en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos temporales	Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM			
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldos vivos												
2004 III	16.340,6	6.191,5	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	319,6	354,7	
IV	16.705,4	6.343,4	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	332,4	336,1	
2005 I	16.989,7	6.355,0	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	326,3	371,9	
II	17.444,5	6.525,5	430,7	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	334,1	369,0	
III	17.779,8	6.526,4	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	339,4	396,6	
IV	18.229,4	6.727,1	467,6	5.732,3	2.559,1	1.604,0	1.489,0	80,3	173,6	353,7	392,3	
Operaciones												
2004 III	126,9	29,8	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,3	11,0	
IV	157,1	163,1	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	15,2	-16,3	
2005 I	156,0	14,0	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-1,8	26,7	
II	301,0	167,1	22,3	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	10,7	-9,5	
III	96,7	4,5	8,7	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	8,4	14,2	
IV	301,9	209,8	28,1	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	19,9	-5,7	
Tasas de crecimiento												
2004 III	4,7	6,0	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	16,4	5,8	
IV	4,8	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	12,2	3,8	
2005 I	4,8	6,0	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	10,9	5,1	
II	4,6	6,1	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	12,1	3,5	
III	4,4	5,6	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	10,2	4,3	
IV	5,1	6,2	13,0	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	11,2	7,6	

	Valores distintos de acciones			Acciones ^{b)}				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
Saldos vivos										
2004 III	2.011,0	240,5	1.770,5	4.033,2	2.064,8	1.968,4	421,6	4.104,8	3.725,9	378,9
IV	2.017,5	260,8	1.756,8	4.148,1	2.165,5	1.982,6	405,0	4.196,4	3.814,4	382,0
2005 I	2.023,7	255,5	1.768,2	4.302,7	2.269,9	2.032,8	411,2	4.308,4	3.917,4	391,0
II	2.069,8	256,4	1.813,4	4.436,2	2.347,0	2.089,2	408,4	4.413,1	4.019,5	393,5
III	2.054,7	251,4	1.803,3	4.692,1	2.520,6	2.171,5	409,5	4.506,7	4.109,1	397,6
IV	2.049,6	240,4	1.809,2	4.839,2	2.656,3	2.182,9	399,8	4.613,5	4.212,6	400,9
Operaciones										
2004 III	20,5	9,8	10,7	14,8	7,4	7,4	-3,2	61,8	58,0	3,8
IV	-6,3	3,2	-9,5	-62,6	-51,6	-10,9	-16,4	62,9	59,8	3,2
2005 I	31,2	-5,5	36,7	36,8	1,8	35,0	6,3	74,0	65,1	9,0
II	25,8	2,0	23,8	37,8	19,6	18,3	-1,0	70,2	67,5	2,7
III	-5,8	0,4	-6,1	26,3	-8,6	34,9	3,0	71,7	67,8	4,0
IV	5,7	-12,9	18,6	14,7	11,9	2,8	-8,3	71,7	68,6	3,2
Tasas de crecimiento										
2004 III	1,2	11,2	0,3	2,6	3,0	2,3	0,1	6,6	6,8	5,3
IV	3,8	31,4	0,8	1,4	1,1	1,7	-1,6	6,7	6,8	5,9
2005 I	4,6	15,4	3,2	1,4	0,9	1,9	-3,3	6,5	6,6	5,5
II	3,6	4,1	3,5	0,7	-1,1	2,5	-3,4	6,6	6,8	5,0
III	2,2	0,0	2,5	1,0	-1,9	3,9	-1,9	6,8	7,0	5,0
IV	2,8	-6,2	4,2	2,8	1,1	4,6	0,0	6,9	7,0	4,9

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2004 III	17.495,7	8.812,5	7.671,3	930,7	90,1	840,6	3.743,4	1.172,0	2.571,4	4.138,5	287,8	3.850,7	426,2
IV	17.859,6	8.939,7	7.794,7	929,7	80,8	848,9	3.784,5	1.192,2	2.592,3	4.225,4	292,3	3.933,2	435,0
2005 I	18.216,3	9.027,6	7.877,9	924,3	77,4	846,9	3.815,2	1.191,4	2.623,8	4.288,1	292,1	3.996,0	451,3
II	18.765,2	9.245,6	8.110,3	925,7	82,2	843,5	3.911,3	1.240,1	2.671,2	4.408,6	302,6	4.105,9	518,3
III	19.239,1	9.379,6	8.245,1	934,9	87,5	847,4	3.942,5	1.222,7	2.719,8	4.502,2	300,1	4.202,1	527,8
IV	19.515,5	9.620,8	8.455,6	947,2	79,9	867,3	4.055,5	1.265,1	2.790,3	4.618,2	306,6	4.311,6	587,6
Operaciones													
2004 III	142,1	80,9	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	4,9	-11,3	16,1	81,2	-2,6	83,8	2,0
IV	106,9	147,6	139,7	1,9	-9,2	11,1	58,1	23,1	35,1	87,5	5,8	81,7	1,7
2005 I	229,3	89,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	31,1	5,9	25,1	65,0	0,7	64,3	7,6
II	334,7	204,3	187,8	0,8	4,8	-4,0	90,4	39,3	51,1	113,1	10,4	102,6	60,9
III	215,7	131,4	138,4	9,4	5,3	4,1	26,2	-16,6	42,7	95,8	-2,5	98,3	23,4
IV	285,7	272,3	227,0	13,5	-7,3	20,8	140,8	46,0	94,9	118,0	6,7	111,3	46,1
Tasas de crecimiento													
2004 III	4,4	4,9	5,7	1,0	24,0	-1,0	2,3	-1,3	4,0	8,3	0,9	8,9	5,5
IV	4,3	5,1	5,9	-0,9	-1,7	-0,8	3,4	2,0	4,0	8,1	1,9	8,6	2,3
2005 I	4,5	5,5	6,0	-2,0	-10,1	-1,1	4,5	3,1	5,2	8,2	3,9	8,5	1,7
II	4,7	6,0	6,6	-0,9	-10,1	0,1	4,9	4,8	5,0	8,5	4,9	8,8	16,7
III	5,1	6,5	7,2	0,6	-2,8	1,0	5,5	4,4	6,0	8,7	5,0	9,0	21,9
IV	6,0	7,8	8,2	1,9	-0,7	2,1	7,6	6,3	8,2	9,3	5,2	9,6	31,7

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de las AAPP	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
2004 III	5.370,8	4.716,4	615,5	4.100,9	654,4	225,5	428,9	2.763,8	250,8	297,7
IV	5.380,6	4.728,9	590,8	4.138,0	651,7	221,3	430,4	2.980,4	257,9	300,9
2005 I	5.498,3	4.834,9	601,3	4.233,6	663,4	235,5	428,0	3.138,6	248,1	303,7
II	5.709,1	5.031,3	622,8	4.408,5	677,8	240,7	437,1	3.243,6	259,9	307,0
III	5.705,9	5.026,8	610,7	4.416,1	679,1	237,2	441,9	3.580,2	263,0	310,4
IV	5.627,1	4.956,5	586,5	4.369,9	670,7	235,6	435,1	3.676,1	278,2	313,3
Operaciones										
2004 III	47,1	39,8	0,7	39,2	7,3	-3,4	10,7	6,3	4,6	3,2
IV	-54,3	-44,9	-25,2	-19,7	-9,4	-7,3	-2,1	2,8	6,8	4,0
2005 I	140,4	123,7	9,1	114,7	16,7	15,4	1,3	4,8	-8,5	2,8
II	117,0	111,3	22,7	88,5	5,7	5,0	0,7	-1,7	11,9	3,3
III	-1,4	-1,6	-12,0	10,5	0,2	-3,6	3,7	79,3	3,1	3,4
IV	-23,5	-20,5	-24,0	3,5	-3,0	-4,4	1,4	19,9	13,9	3,1
Tasas de crecimiento										
2004 III	5,2	5,2	6,7	5,0	5,2	12,7	1,8	0,5	7,2	4,9
IV	4,8	5,2	6,2	5,1	2,0	8,4	-1,0	0,5	8,2	4,6
2005 I	4,8	4,8	1,0	5,3	5,6	8,4	4,1	0,6	4,3	4,5
II	4,7	5,0	1,2	5,5	3,1	4,3	2,5	0,4	6,0	4,5
III	3,8	4,0	-0,9	4,7	2,0	4,2	0,9	3,1	5,3	4,5
IV	4,3	4,5	-0,7	5,2	3,0	5,6	1,6	3,4	7,9	4,2

Fuente: BCE.

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

3.3 Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2004 III	4.116,0	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	369,9	64,0	305,9	1.652,2	67,7	1.584,5
IV	4.229,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	361,4	63,4	297,9	1.716,6	80,0	1.636,7
2005 I	4.354,0	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	359,9	64,0	295,9	1.761,5	78,3	1.683,2
II	4.487,9	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	354,6	65,6	288,9	1.826,5	78,2	1.748,4
III	4.653,0	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	360,2	71,4	288,8	1.869,9	75,4	1.794,5
IV	4.729,4	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	362,9	77,4	285,5	1.893,7	79,7	1.814,0
	Operaciones											
2004 III	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	-0,2	-0,2	0,0	27,0	-0,4	27,4
IV	61,7	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-8,6	-0,6	-8,0	49,3	3,4	45,8
2005 I	86,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-3,3	0,9	-4,3	50,7	-1,6	52,3
II	55,0	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-5,5	1,6	-7,1	36,9	-1,1	38,1
III	76,5	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	1,1	1,3	-0,2	33,0	-2,8	35,8
IV	62,3	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	0,9	5,5	-4,7	43,2	3,4	39,8
	Tasas de crecimiento											
2004 III	6,9	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	5,2	-0,5	6,4	9,9	3,0	10,2
IV	6,1	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-0,2	3,0	-0,8	9,6	8,9	9,7
2005 I	5,8	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-3,5	1,8	-4,6	9,5	3,4	9,8
II	6,3	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-4,8	2,7	-6,3	10,2	0,4	10,6
III	6,8	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-4,4	5,0	-6,4	10,3	-3,1	10,9
IV	6,6	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-1,9	14,7	-5,4	9,5	-2,6	10,1

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
					13	14			15	16				17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos													
2004 III	1.392,9	657,9	735,0	62,2	127,5	4.274,0	90,7	52,5	21,1	186,4	3.975,8	3.386,1	589,7	
IV	1.439,9	688,7	751,2	67,4	128,5	4.371,7	79,5	48,6	21,2	207,9	4.063,2	3.469,7	593,4	
2005 I	1.503,5	716,5	787,0	67,1	132,0	4.511,3	90,1	58,2	21,4	220,3	4.179,5	3.573,4	606,0	
II	1.576,8	747,4	829,4	87,2	134,2	4.633,0	92,8	63,8	21,5	223,3	4.295,3	3.685,8	609,5	
III	1.683,5	816,0	867,5	88,1	136,6	4.726,8	92,4	65,2	22,2	251,2	4.361,0	3.774,1	586,9	
IV	1.721,5	833,5	888,0	80,8	138,7	4.874,8	66,3	64,6	22,2	285,9	4.500,4	3.872,5	627,9	
	Operaciones													
2004 III	14,0	9,2	4,8	-0,6	2,1	61,3	1,7	-1,1	-1,9	2,1	59,5	53,9	5,6	
IV	10,0	2,7	7,3	5,1	1,1	43,3	-11,0	-3,6	0,0	0,1	54,3	50,5	3,8	
2005 I	23,0	5,5	17,6	-0,2	3,5	83,1	9,7	8,6	0,6	0,0	72,7	60,2	12,6	
II	23,6	1,4	22,2	6,7	2,0	72,6	2,8	5,5	0,0	0,5	69,3	65,6	3,7	
III	32,9	16,5	16,4	1,0	2,4	73,8	-0,4	1,4	0,5	1,1	72,6	65,9	6,7	
IV	8,0	-10,0	18,0	-8,2	1,6	76,9	-0,5	-0,6	0,1	4,6	72,7	66,6	6,2	
	Tasas de crecimiento													
2004 III	4,3	2,2	6,2	3,0	-0,7	6,4	6,1	17,5	0,2	4,8	6,5	6,8	4,5	
IV	3,1	1,3	4,8	4,8	6,1	6,2	5,5	36,9	-9,1	1,6	6,5	6,8	4,8	
2005 I	3,6	2,2	4,8	6,4	6,3	6,0	5,4	23,7	-6,5	1,2	6,3	6,6	4,7	
II	5,1	2,8	7,1	17,4	6,9	6,2	3,5	17,6	-5,6	1,4	6,5	6,9	4,4	
III	6,4	4,0	8,6	20,3	7,1	6,4	1,2	22,8	5,4	0,9	6,8	7,2	4,5	
IV	6,1	1,9	9,9	-1,1	7,4	7,0	14,5	30,8	6,2	3,0	7,1	7,4	4,9	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	508,0	1.353,7	-871,5	25,7	0,1	3.313,5	-1,3	566,5	499,5	879,5	1.090,1	264,7	14,4
2000	565,4	1.456,0	-927,2	36,3	0,3	3.282,1	-1,3	369,1	334,9	797,9	1.506,6	251,4	23,5
2001	517,6	1.483,0	-976,7	10,6	0,6	2.797,7	0,5	583,2	578,4	693,8	727,1	254,4	-39,6
2002	453,0	1.481,8	-1.013,9	-15,3	0,5	2.545,7	-0,9	802,0	376,5	520,7	599,7	226,2	21,5
2003	464,0	1.507,3	-1.043,4	-0,3	0,4	2.756,8	-1,7	737,8	576,0	613,6	577,0	240,9	13,2
2004	509,7	1.573,2	-1.086,0	22,6	-0,2	3.148,8	-1,6	1.007,4	647,0	710,5	520,3	257,7	7,6

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1999	488,6	1.347,3	-871,5	12,8	3.333,0	842,5	554,4	773,5	894,5	268,0
2000	505,3	1.419,7	-927,2	12,8	3.342,1	507,7	474,0	903,2	1.200,7	256,6
2001	481,8	1.451,1	-976,7	7,4	2.833,4	614,0	512,4	673,2	773,1	260,7
2002	517,9	1.521,3	-1.013,9	10,6	2.480,7	637,8	437,7	565,4	610,0	229,8
2003	500,3	1.528,8	-1.043,4	14,9	2.720,5	672,9	587,1	581,0	629,1	250,4
2004	538,9	1.608,4	-1.086,0	16,5	3.119,5	1.120,9	684,5	548,1	506,5	259,5

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	257,5	728,5	-489,2	619,9	29,9	79,6	187,4	319,4	96,6	529,8	780,8	46,8	433,4	289,7
2000	380,8	803,4	-524,2	938,4	68,2	68,5	244,2	543,7	83,4	557,3	1.235,8	70,3	632,6	521,1
2001	279,6	821,3	-554,9	623,3	106,5	45,6	183,2	234,3	95,6	587,9	807,3	104,1	381,0	310,8
2002	219,8	810,8	-576,9	408,8	24,9	22,1	65,5	256,7	123,2	639,8	505,3	17,8	268,5	206,5
2003	218,6	814,5	-592,0	378,0	91,2	-26,0	150,5	202,1	116,3	663,2	480,2	72,5	210,4	183,5
2004	254,8	850,6	-614,2	267,5	83,5	-48,6	85,2	164,9	156,0	714,6	366,3	16,8	165,9	170,5

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta bruta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	199,1	427,4	-232,9	472,0	116,6	-60,7	190,4	250,0	400,9	608,5	270,3	268,8	4.230,0	14,2
2000	201,4	445,2	-245,1	422,5	78,7	28,8	119,8	245,5	392,7	612,0	231,3	229,3	4.436,0	13,7
2001	184,8	443,9	-257,6	433,2	168,1	59,4	35,7	234,2	435,9	675,6	182,1	180,4	4.667,4	14,3
2002	185,9	455,4	-267,9	493,2	219,6	16,2	0,1	216,3	458,1	719,0	221,0	218,9	4.824,2	14,7
2003	190,1	465,1	-278,6	531,0	217,5	-45,6	92,3	240,0	470,7	735,9	250,4	248,3	4.958,7	14,7
2004	202,5	491,4	-291,9	601,6	237,3	62,8	18,9	246,4	485,9	761,9	318,1	315,8	5.128,9	14,7

Fuente: BCE.

- Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.
- Excluidos los derivados financieros.
- Derivados financieros y otras cuentas pendientes de pago o de cobro.
- Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- Ahorro bruto dividido por la renta bruta disponible y el incremento neto de las participaciones en las reservas de los fondos de pensiones.



MERCADOS FINANCIEROS

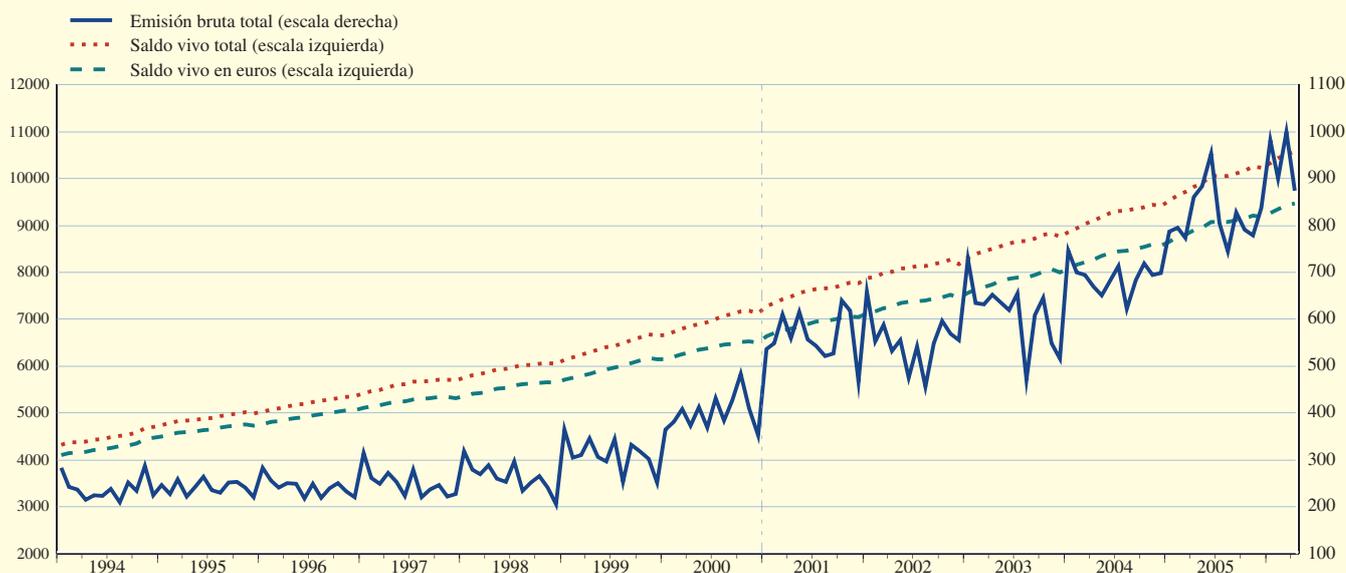
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2005 Abr	10.382,8	861,7	56,1	8.892,8	814,6	84,8	9.819,8	861,1	101,1	7,8	85,8	8,6
May	10.447,4	899,0	65,8	8.952,7	844,0	60,9	9.909,6	883,7	65,5	7,4	35,7	7,9
Jun	10.641,0	1.027,0	193,7	9.077,6	903,0	125,5	10.050,2	952,6	135,1	8,1	138,3	9,2
Jul	10.618,2	818,5	-23,0	9.080,5	762,7	2,8	10.056,6	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
Ago	10.625,6	757,8	3,7	9.073,2	705,2	-11,1	10.058,3	744,4	-2,7	7,4	35,2	7,0
Sep	10.724,6	893,7	100,4	9.109,3	786,8	37,5	10.112,5	828,0	46,3	7,4	45,6	7,2
Oct	10.739,1	797,4	14,9	9.145,5	744,0	36,3	10.166,5	790,6	53,1	7,5	51,7	6,4
Nov	10.817,2	801,5	79,8	9.206,2	734,4	62,3	10.255,8	779,4	76,7	7,6	77,5	7,2
Dic	10.831,2	870,5	12,7	9.183,1	794,3	-24,2	10.237,7	838,1	-25,1	7,6	76,7	5,9
2006 Ene	10.880,4	971,4	55,2	9.262,1	927,0	84,9	10.321,9	982,0	104,1	7,7	66,2	7,2
Feb	10.984,6	911,6	101,6	9.343,2	845,7	78,4	10.431,6	900,6	91,9	7,3	55,0	7,5
Mar	11.138,6	1.054,4	153,8	9.423,9	938,9	80,5	10.516,8	999,3	98,1	7,7	80,7	8,2
Abr	.	.	.	9.473,3	816,1	47,0	10.573,0	874,0	66,4	7,3	47,2	8,1
Largo plazo												
2005 Abr	9.425,7	186,0	52,9	8.035,5	166,9	58,7	8.839,3	184,7	70,1	8,4	65,9	9,4
May	9.495,5	182,9	70,2	8.096,1	153,3	60,9	8.926,9	168,7	67,2	8,0	40,3	8,7
Jun	9.679,4	306,4	183,8	8.242,8	238,9	147,1	9.093,2	261,4	157,1	8,9	144,7	10,6
Jul	9.678,8	160,1	-0,9	8.235,9	131,4	-7,0	9.089,6	146,1	-2,4	8,4	-2,7	8,8
Ago	9.677,5	86,9	-4,9	8.222,9	63,8	-16,8	9.087,1	77,3	-9,3	8,1	22,0	7,4
Sep	9.745,4	188,5	68,7	8.265,9	143,8	43,7	9.147,2	163,2	55,1	8,0	48,0	7,4
Oct	9.776,9	166,4	32,5	8.283,5	137,4	18,4	9.181,6	159,3	31,6	8,0	41,8	6,7
Nov	9.859,3	168,3	83,3	8.348,5	131,9	65,8	9.271,2	152,6	80,5	8,2	83,2	7,7
Dic	9.902,6	178,2	41,5	8.375,1	147,0	25,0	9.303,4	165,8	27,2	8,3	75,4	6,0
2006 Ene	9.946,0	195,6	48,5	8.414,8	173,2	44,8	9.344,1	195,2	57,2	8,1	59,0	7,4
Feb	10.029,9	208,9	82,4	8.476,2	170,4	59,8	9.429,6	196,0	72,0	7,6	39,6	7,8
Mar	10.130,3	247,5	100,7	8.548,6	195,7	72,8	9.500,3	221,5	81,5	7,8	72,0	8,3
Abr	.	.	.	8.574,5	137,6	25,1	9.533,4	165,5	43,8	7,5	38,0	8,2

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos					Emisiones brutas						
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2004	9.416	3.713	737	595	4.120	250	8.277	5.480	223	1.028	1.464	83
2005	10.238	4.109	927	614	4.305	283	9.838	6.983	325	1.031	1.404	95
2005 II	10.050	3.993	831	619	4.342	266	2.697	1.883	109	281	400	23
III	10.113	4.046	843	617	4.337	271	2.377	1.732	49	251	323	21
IV	10.238	4.109	927	614	4.305	283	2.408	1.747	116	250	270	26
2006 I	10.517	4.260	970	624	4.373	289	2.882	2.108	83	257	412	22
2006 Ene	10.322	4.144	926	618	4.348	285	982	705	13	94	162	8
Feb	10.432	4.210	953	622	4.356	289	901	664	37	80	111	9
Mar	10.517	4.260	970	624	4.373	289	999	738	33	84	139	6
Abr	10.573	4.294	986	627	4.377	289	874	639	30	80	121	5
	A corto plazo											
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	33
2005	934	482	7	90	350	5	7.769	6.046	45	942	702	33
2005 II	957	462	7	105	377	5	2.083	1.628	11	258	178	8
III	965	475	7	99	379	5	1.990	1.560	12	235	175	9
IV	934	482	7	90	350	5	1.931	1.531	10	221	160	8
2006 I	1.016	539	7	98	368	5	2.269	1.817	13	242	190	8
2006 Ene	978	501	7	96	370	5	787	613	4	88	78	3
Feb	1.002	522	7	96	372	5	705	569	4	76	53	2
Mar	1.016	539	7	98	368	5	778	634	4	78	59	3
Abr	1.040	556	7	101	370	5	708	568	3	74	60	3
	Total a largo plazo ¹⁾											
2004	8.503	3.266	730	505	3.758	245	1.939	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.627	920	524	3.955	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 II	9.093	3.531	823	513	3.965	261	615	256	98	24	222	15
III	9.147	3.571	835	518	3.957	265	387	172	38	17	148	12
IV	9.303	3.627	920	524	3.955	278	478	216	105	29	109	18
2006 I	9.500	3.721	963	526	4.006	285	613	291	70	15	222	15
2006 Ene	9.344	3.643	919	523	3.978	280	195	92	9	5	83	5
Feb	9.430	3.688	946	526	3.984	284	196	95	32	4	58	6
Mar	9.500	3.721	963	526	4.006	285	221	104	28	6	81	3
Abr	9.533	3.737	979	526	4.007	284	166	71	27	6	60	2
	Del cual: a tipo fijo											
2004	6.380	1.929	416	414	3.435	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.712	2.016	459	413	3.607	217	1.227	413	91	54	620	48
2005 II	6.673	2.003	445	417	3.606	203	342	101	27	15	187	12
III	6.672	2.014	436	415	3.600	207	235	80	8	8	133	8
IV	6.712	2.016	459	413	3.607	217	263	95	35	16	103	14
2006 I	6.814	2.061	475	409	3.645	225	402	157	31	8	195	12
2006 Ene	6.742	2.037	456	408	3.621	220	142	61	3	1	72	4
Feb	6.771	2.049	465	410	3.622	225	119	47	11	2	54	5
Mar	6.814	2.061	475	409	3.645	225	140	49	16	5	68	2
Abr	6.824	2.060	482	407	3.651	224	98	31	14	2	51	1
	Del cual: emitidos a tipo variable											
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.258	1.343	457	94	303	61	715	429	187	28	58	12
2005 II	2.117	1.292	375	83	310	57	238	128	71	7	29	3
III	2.165	1.310	396	86	315	58	124	76	30	6	8	5
IV	2.258	1.343	457	94	303	61	185	95	70	11	4	4
2006 I	2.331	1.384	484	97	307	60	171	108	39	4	18	3
2006 Ene	2.265	1.342	459	96	308	60	39	24	6	2	6	1
Feb	2.313	1.369	477	97	310	60	66	41	21	1	2	1
Mar	2.331	1.384	484	97	307	60	67	43	12	1	10	1
Abr	2.355	1.393	492	100	309	60	52	28	13	4	6	1

Fuente: BCE.

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

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

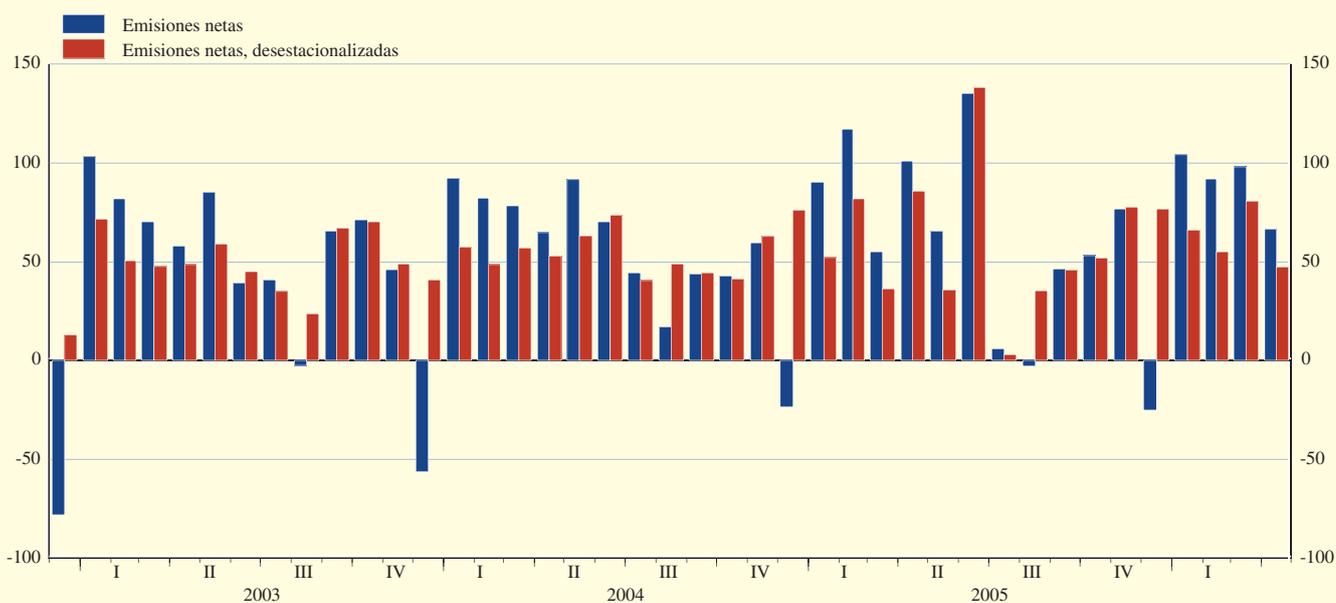
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2004	662,4	350,4	75,2	8,2	197,3	31,5	666,4	353,1	73,3	7,9	200,4	31,7
2005	717,9	315,4	177,5	21,1	171,4	32,3	719,8	317,8	173,9	21,3	174,1	32,6
2005 II	301,6	117,8	69,2	8,8	99,1	6,5	259,8	122,2	62,1	4,9	64,5	6,1
III	49,4	38,3	12,5	-0,8	-5,0	4,5	83,7	49,8	18,5	1,0	8,1	6,3
IV	104,7	44,7	81,3	-0,5	-33,1	12,4	205,9	73,7	62,7	5,1	52,4	12,0
2006 I	294,1	159,1	45,5	11,4	71,1	6,9	201,9	113,3	67,1	8,1	7,6	5,8
2006 Ene	104,1	50,0	0,5	5,2	45,8	2,5	66,2	37,5	13,4	2,5	10,9	1,8
Feb	91,9	53,9	25,9	3,3	4,8	4,1	55,0	36,4	29,4	3,3	-17,7	3,6
Mar	98,1	55,3	19,1	2,9	20,5	0,3	80,7	39,4	24,2	2,3	14,4	0,4
Abr	66,4	38,9	17,5	4,2	6,1	-0,4	47,2	29,7	13,1	2,9	2,6	-1,1
	Largo plazo											
2004	615,1	297,7	73,8	11,8	202,0	29,7	618,1	298,7	72,0	11,6	205,8	30,0
2005	708,7	292,8	178,0	21,6	183,8	32,6	710,8	294,4	174,4	21,5	187,6	32,8
2005 II	294,4	112,6	69,5	8,7	97,0	6,6	250,9	110,7	62,1	3,5	68,3	6,3
III	43,5	28,1	12,8	5,8	-7,7	4,5	67,2	29,1	18,9	7,7	5,3	6,2
IV	139,2	40,5	81,5	8,3	-3,9	12,8	200,3	69,3	63,0	7,2	48,1	12,7
2006 I	210,7	101,6	45,4	3,3	53,4	7,0	170,6	72,9	67,1	7,8	17,3	5,5
2006 Ene	57,2	28,1	0,7	-0,2	25,9	2,7	59,0	34,5	13,5	2,6	6,5	1,8
Feb	72,0	36,6	25,5	3,0	2,9	4,0	39,6	17,8	29,2	5,1	-16,3	3,7
Mar	81,5	36,9	19,2	0,6	24,6	0,3	72,0	20,6	24,3	0,1	27,0	-0,1
Abr	43,8	21,9	17,5	1,5	3,5	-0,6	38,0	20,7	13,2	2,1	3,2	-1,2

CI6 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

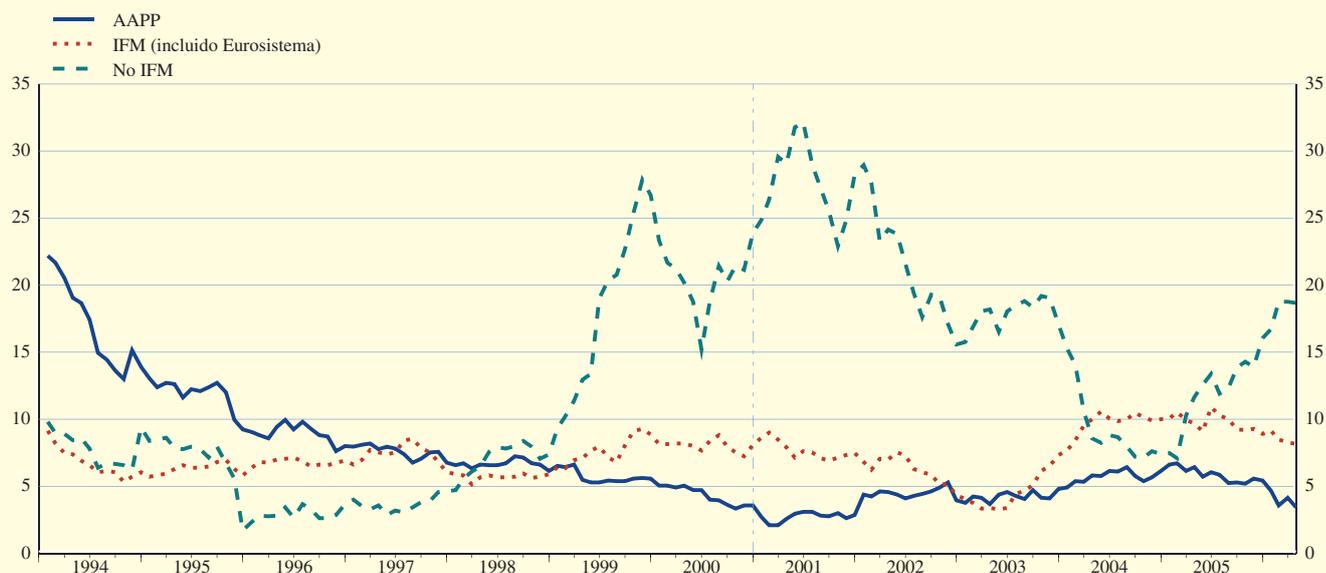


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2005 Abr	7,8	9,9	15,9	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,6	5,9	5,2	15,6
May	7,4	9,3	18,4	4,7	4,2	11,7	7,9	9,8	19,6	5,2	4,6	10,4
Jun	8,1	10,5	20,1	3,0	4,6	11,3	9,2	10,6	26,9	5,1	5,5	11,8
Jul	7,6	10,0	18,8	1,5	4,3	12,9	8,1	10,6	22,3	2,6	4,1	9,8
Ago	7,4	10,0	18,8	2,2	3,7	12,1	7,0	9,8	21,8	1,8	2,7	8,7
Sep	7,4	9,4	21,3	2,8	3,8	11,7	7,2	9,1	22,2	2,0	3,5	9,7
Oct	7,5	9,4	21,5	4,0	3,6	12,1	6,4	8,5	23,5	2,1	2,0	8,8
Nov	7,6	9,4	21,1	3,0	4,0	12,3	7,2	8,9	22,5	0,9	3,5	14,2
Dic	7,6	8,4	23,8	3,6	4,2	12,9	5,9	6,3	20,6	2,0	2,8	14,2
2006 Ene	7,7	9,1	24,4	3,5	3,7	11,3	7,2	7,6	26,3	4,4	3,3	12,9
Feb	7,3	8,9	26,9	3,2	2,7	11,9	7,5	7,9	32,3	4,6	2,7	15,1
Mar	7,7	9,3	27,4	3,1	3,1	11,7	8,2	9,4	32,9	4,3	2,8	13,5
Abr	7,3	8,9	27,3	2,4	2,6	10,2	8,1	9,2	31,1	2,7	3,2	11,6
Largo plazo												
2005 Abr	8,4	9,7	15,7	6,1	6,0	12,6	9,4	10,0	19,2	3,0	7,5	16,2
May	8,0	9,1	18,2	4,8	5,4	11,7	8,7	9,7	19,4	1,8	6,5	11,3
Jun	8,9	10,9	19,9	4,3	5,7	11,4	10,6	12,2	27,2	2,7	7,2	11,6
Jul	8,4	10,3	18,6	2,6	5,4	13,2	8,8	10,8	22,5	2,7	5,3	10,4
Ago	8,1	10,0	18,8	3,4	4,8	12,3	7,4	9,3	22,3	4,3	3,4	9,2
Sep	8,0	9,3	21,3	3,6	4,8	12,2	7,4	8,4	22,5	4,5	3,8	10,1
Oct	8,0	9,2	21,6	4,2	4,7	12,5	6,7	8,4	24,1	5,4	2,1	8,9
Nov	8,2	9,3	21,2	3,5	5,1	12,9	7,7	8,8	23,0	5,3	3,6	14,6
Dic	8,3	8,9	24,1	4,3	4,9	13,3	6,0	5,6	21,0	5,9	2,7	15,1
2006 Ene	8,1	9,1	24,7	5,0	4,2	11,8	7,4	7,5	26,7	7,4	3,1	13,3
Feb	7,6	8,5	27,3	6,0	3,0	12,6	7,8	7,7	32,5	7,8	2,5	15,9
Mar	7,8	8,3	27,8	5,2	3,6	12,2	8,3	8,1	33,4	5,9	3,3	14,2
Abr	7,5	8,1	27,7	5,0	3,0	10,5	8,2	7,9	31,4	4,5	3,9	12,1

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



Fuente: BCE.

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

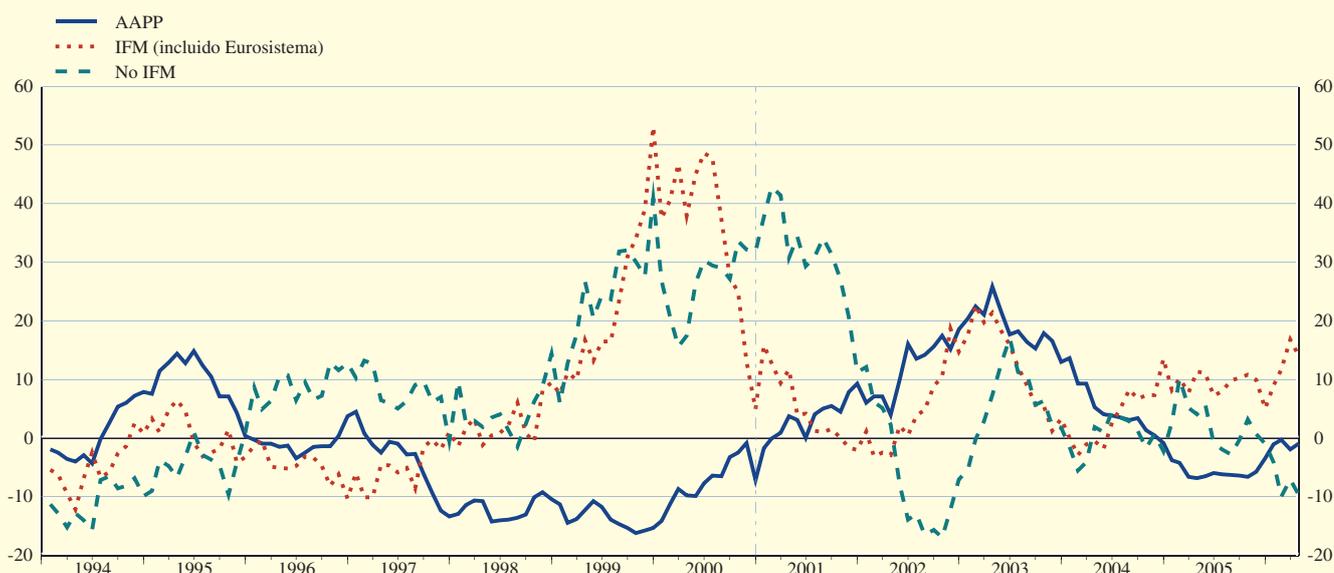
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2004	5,1	3,1	6,5	3,3	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,6	0,3	26,4
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,4	18,3	35,8	22,4	9,9	4,6
2005 II	4,7	2,5	6,0	1,2	5,8	14,8	19,4	18,9	35,0	26,5	8,5	3,1
2005 III	4,5	3,0	6,4	0,6	5,0	15,6	20,7	19,7	38,8	17,5	11,5	1,6
2005 IV	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,1	15,3	43,9	19,2	11,8	1,9
2006 I	4,3	4,3	9,0	0,7	3,5	15,6	19,0	14,3	48,9	23,9	7,9	1,2
2005 Nov	4,9	4,3	5,1	-0,1	5,1	16,5	18,5	14,7	44,2	19,2	10,5	0,9
2005 Dic	4,7	3,7	8,1	0,3	4,6	16,8	19,1	14,8	45,6	22,9	9,7	1,5
2006 Ene	4,5	4,6	8,1	0,4	3,9	14,9	19,3	15,1	47,1	23,7	8,7	1,2
2006 Feb	3,9	4,1	9,6	1,4	2,6	16,2	19,1	14,0	51,0	24,6	7,7	0,1
2006 Mar	4,4	4,4	10,3	0,4	3,6	14,5	18,0	12,7	51,4	24,3	5,0	3,4
2006 Abr	4,1	4,3	11,6	-0,1	3,1	12,3	17,1	12,3	49,0	25,9	2,1	3,6
En euros												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	8,9	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,8	17,2	35,2	22,4	10,3	5,2
2005 II	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	35,1	24,6	8,9	3,7
2005 III	4,1	1,0	10,0	0,3	4,9	16,0	20,5	18,9	38,4	18,3	12,1	2,5
2005 IV	4,2	1,9	8,6	0,5	4,7	16,2	18,3	13,9	41,6	20,7	12,3	2,2
2006 I	3,7	2,4	9,1	0,6	3,5	16,1	18,2	12,9	46,2	25,8	8,3	1,1
2005 Nov	4,4	2,2	7,1	-0,1	5,1	16,9	17,7	13,2	41,8	20,9	11,0	1,0
2005 Dic	4,2	1,8	9,0	0,4	4,5	17,2	18,3	13,3	43,4	24,4	10,2	1,7
2006 Ene	4,0	2,7	8,6	0,1	3,9	15,4	18,6	13,7	44,7	25,5	9,1	1,3
2006 Feb	3,3	2,3	9,7	1,3	2,6	16,7	18,3	12,5	47,9	26,6	8,1	-0,2
2006 Mar	3,8	2,7	9,2	0,3	3,5	15,1	17,3	11,5	48,2	26,2	5,1	3,0
2006 Abr	3,5	2,5	10,4	-0,2	3,1	12,7	15,9	10,6	44,8	29,2	2,2	3,0

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 euro¹⁾

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

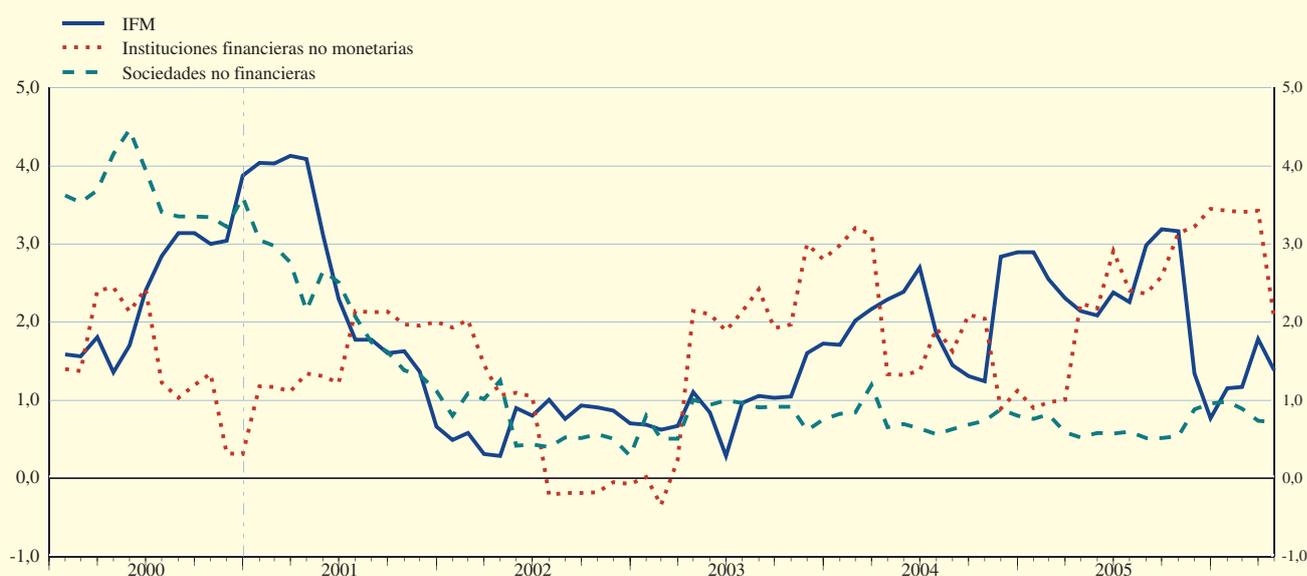
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter- anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Abr	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	363,7	1,3	2.805,4	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	353,0	1,3	2.766,8	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	364,4	1,4	2.843,2	0,6
Jul	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
Feb	4.254,5	102,6	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
Mar	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
Abr	4.094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	409,4	2,2	3.029,3	0,5
May	4.272,7	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3.170,5	0,6
Jun	4.381,2	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	2,9	3.241,6	0,6
Jul	4.631,2	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,4	3.436,6	0,6
Ago	4.605,9	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,4	0,5
Sep	4.827,2	103,3	1,1	764,1	3,2	483,7	2,6	3.579,3	0,5
Oct	4.659,4	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,1	3.426,6	0,5
Nov	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,2	3.559,2	0,9
Dic	5.056,3	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,4	3.679,1	1,0
2006 Ene	5.289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,4	3.868,5	1,0
Feb	5.429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,4	3.928,7	0,9
Mar	5.629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,4	4.088,4	0,7
Abr	5.653,2	103,9	1,0	948,8	1,4	572,9	2,0	4.131,5	0,7

C19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

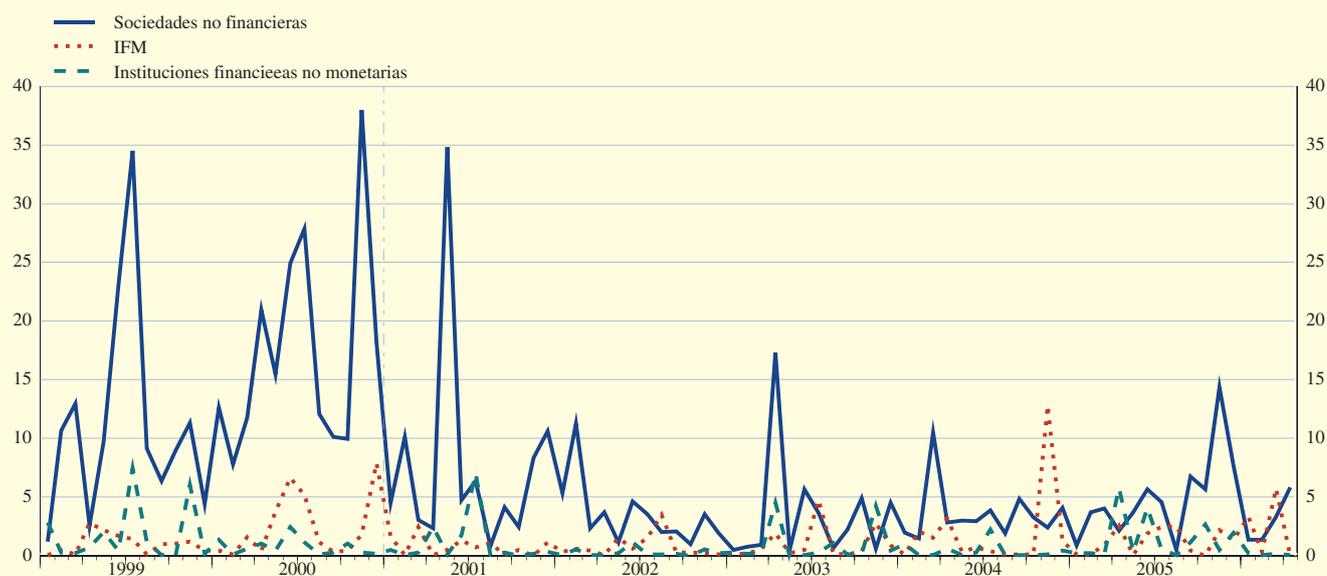
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2004 Abr	6,5	1,3	5,2	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,8	1,2	1,6
May	3,3	3,7	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	3,0	3,6	-0,6
Jun	3,9	2,2	1,7	0,7	1,6	-0,9	0,3	0,0	0,2	2,9	0,6	2,4
Jul	6,4	3,8	2,6	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,9	3,8	0,1
Ago	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
Sep	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Oct	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
Nov	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
Dic	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 Ene	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
Feb	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
Mar	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
Abr	10,4	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	2,1	2,3	-0,2
May	4,0	3,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,3	3,7	2,7	1,0
Jun	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
Jul	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
Ago	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
Oct	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,6	0,0	2,6	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
Dic	10,9	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 Ene	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
Mar	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
Abr	5,8	6,8	-1,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	6,6	-0,8

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro
(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 ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	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
2005 May	0,75	1,94	2,01	2,20	1,93	2,43	0,95	2,01	2,12	3,30	2,00
Jun	0,70	1,95	2,20	2,19	2,11	2,38	0,94	2,01	2,05	3,54	2,00
Jul	0,68	1,93	2,01	2,18	2,10	2,34	0,94	2,02	2,21	3,12	2,00
Ago	0,68	1,95	2,07	2,09	1,98	2,31	0,97	2,02	2,23	2,91	2,01
Sep	0,69	1,97	2,05	2,04	1,98	2,29	0,97	2,04	2,23	2,97	2,03
Oct	0,69	1,99	2,28	2,16	1,97	2,27	0,97	2,04	2,58	3,54	2,01
Nov	0,70	2,02	2,34	2,18	2,00	2,27	1,00	2,08	2,18	3,52	2,02
Dic	0,71	2,15	2,25	2,21	1,97	2,30	1,02	2,25	2,48	3,55	2,22
2006 Ene	0,73	2,21	2,47	2,56	2,00	2,32	1,05	2,27	2,40	3,52	2,25
Feb	0,74	2,24	2,52	2,36	1,97	2,34	1,08	2,31	2,69	3,37	2,26
Mar	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
Abr	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,92	3,71	2,49

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

	Descubierto en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	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
2005 May	9,64	6,98	6,59	8,03	7,84	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,67	4,60
Jun	9,61	6,63	6,52	7,94	7,74	3,32	3,76	4,14	4,11	3,87	3,83	4,59	4,55
Jul	9,52	6,70	6,59	8,01	7,82	3,33	3,71	4,07	4,06	3,85	3,89	4,54	4,38
Ago	9,58	7,00	6,66	8,13	7,98	3,32	3,72	4,01	4,01	3,87	3,80	4,59	4,44
Sep	9,61	7,03	6,43	7,94	7,83	3,31	3,69	3,99	3,97	3,82	3,85	4,51	4,29
Oct	9,65	6,82	6,43	8,01	7,74	3,33	3,68	3,99	3,96	3,81	3,88	4,50	4,33
Nov	9,70	6,75	6,40	7,85	7,61	3,38	3,71	3,98	3,98	3,84	4,00	4,28	4,37
Dic	9,67	6,76	6,36	7,43	7,45	3,49	3,85	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,40
2006 Ene	9,81	6,94	6,48	8,13	7,87	3,61	3,91	4,14	4,06	4,09	4,15	4,59	4,34
Feb	9,61	6,88	6,34	7,95	7,76	3,66	3,97	4,14	4,06	4,08	4,24	4,66	4,35
Mar	9,90	6,79	6,28	7,88	7,65	3,73	3,99	4,22	4,10	4,15	4,33	4,72	4,49
Abr	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62

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

	Descubierto en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2005 May		5,13	3,91	4,45	4,24	2,99	3,61	3,80
Jun		5,10	3,87	4,43	4,19	2,95	3,44	3,85
Jul		5,09	3,86	4,39	4,15	2,96	3,57	3,74
Ago		5,10	3,91	4,45	4,16	3,00	3,53	3,80
Sep		5,13	3,81	4,36	4,05	2,97	3,40	3,88
Oct		5,11	3,88	4,43	4,04	2,94	3,58	3,80
Nov		5,09	3,91	4,44	4,03	3,10	3,60	3,98
Dic		5,12	3,99	4,50	4,12	3,25	3,58	3,96
2006 Ene		5,23	4,07	4,59	4,13	3,18	3,72	3,96
Feb		5,29	4,13	4,69	4,16	3,26	4,36	4,02
Mar		5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	3,83	4,18
Abr		5,40	4,34	4,74	4,16	3,51	3,94	4,22

Fuente: BCE.

- 1) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- 2) 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.
- 3) 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 periodo; las nuevas operaciones se refieren a la media del periodo, salvo indicación en contrario)

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

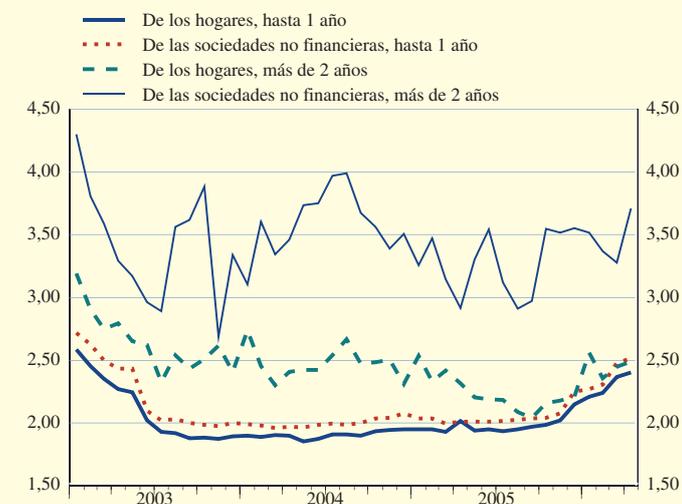
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 May	0,75	1,92	3,19	1,93	2,43	0,95	2,11	3,51	2,00
Jun	0,70	1,92	3,22	2,11	2,38	0,94	2,10	3,55	2,01
Jul	0,68	1,91	3,18	2,10	2,34	0,94	2,11	3,57	1,98
Ago	0,68	1,92	3,18	1,98	2,31	0,97	2,10	3,46	2,00
Sep	0,69	1,92	3,19	1,98	2,29	0,97	2,11	3,55	2,01
Oct	0,69	1,93	3,17	1,97	2,27	0,97	2,12	3,39	2,03
Nov	0,70	1,96	3,15	2,00	2,27	1,00	2,16	3,43	2,06
Dic	0,71	2,01	3,15	1,97	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 Ene	0,73	2,05	3,10	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
Feb	0,74	2,09	3,12	1,97	2,34	1,08	2,38	3,37	2,27
Mar	0,76	2,16	3,00	1,98	2,37	1,14	2,48	3,35	2,38
Abr	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,40	2,42

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
2005 May	4,64	4,36	4,71	7,97	6,87	5,78	4,33	3,85	4,35
Jun	4,61	4,33	4,67	7,91	6,93	5,78	4,32	3,85	4,35
Jul	4,53	4,29	4,63	7,88	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29
Ago	4,52	4,24	4,60	7,92	6,86	5,60	4,25	3,80	4,28
Sep	4,49	4,23	4,59	7,91	6,85	5,67	4,25	3,78	4,26
Oct	4,49	4,19	4,58	7,92	6,80	5,64	4,24	3,77	4,25
Nov	4,48	4,17	4,53	7,86	6,77	5,66	4,29	3,79	4,25
Dic	4,54	4,14	4,52	7,89	6,77	5,62	4,35	3,84	4,24
2006 Ene	4,62	4,14	4,50	7,99	6,78	5,60	4,42	3,88	4,26
Feb	4,58	4,16	4,54	7,97	6,79	5,68	4,49	3,95	4,31
Mar	4,60	4,15	4,52	8,06	6,80	5,73	4,53	3,98	4,31
Abr	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34

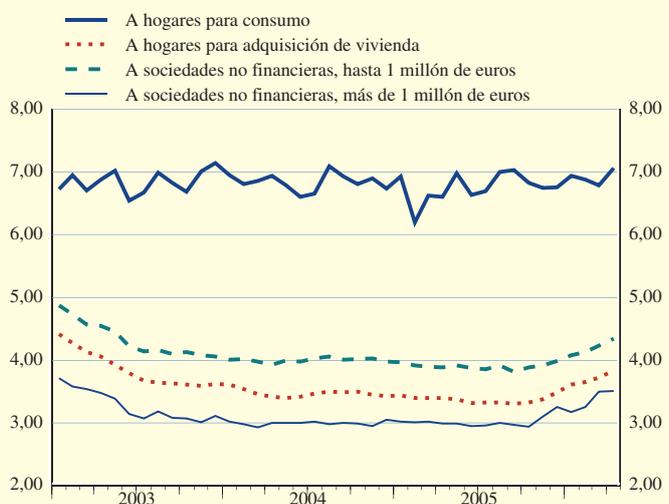
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

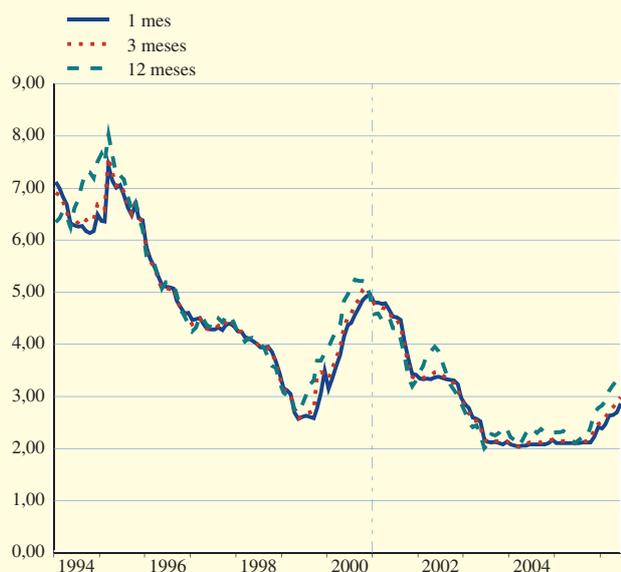
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					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
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2005 II	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
III	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
IV	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 I	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
II	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
2005 Jun	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05
Jul	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06
Ago	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06
Sep	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
Oct	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
Nov	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
Dic	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 Ene	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
Feb	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
Mar	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
Abr	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	5,07	0,11
May	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
Jun	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32

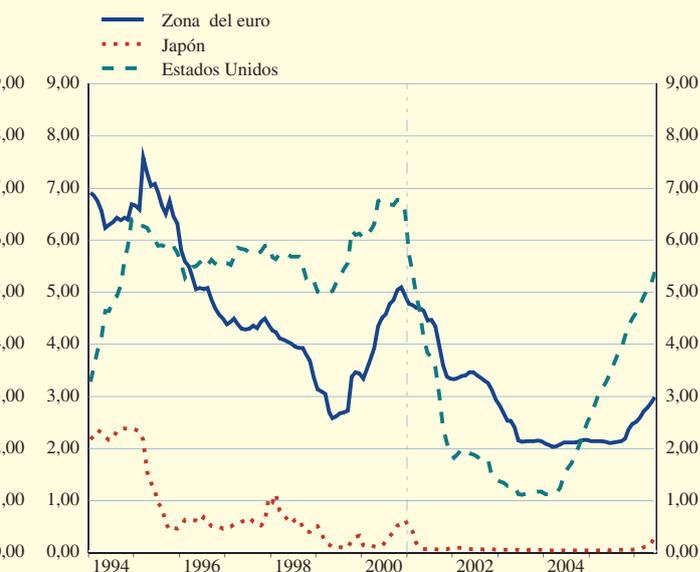
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

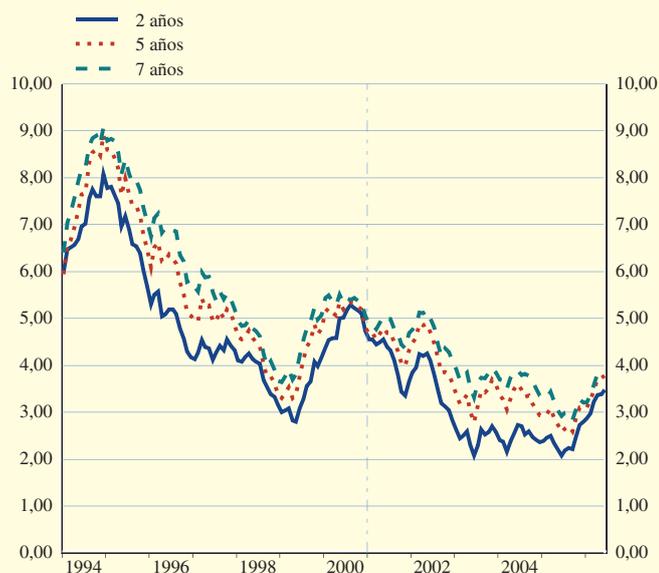
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2005 II	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
III	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
IV	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 I	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
II	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
2005 Jun	2,07	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
Jul	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26
Ago	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43
Sep	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
Oct	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
Nov	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
Dic	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 Ene	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
Feb	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
Mar	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
Abr	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91
May	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
Jun	3,47	3,59	3,78	3,91	4,07	5,10	1,87

C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la deuda pública por el PIB. A partir de entonces, las ponderaciones utilizadas son los saldos nominales de deuda pública a cada plazo.

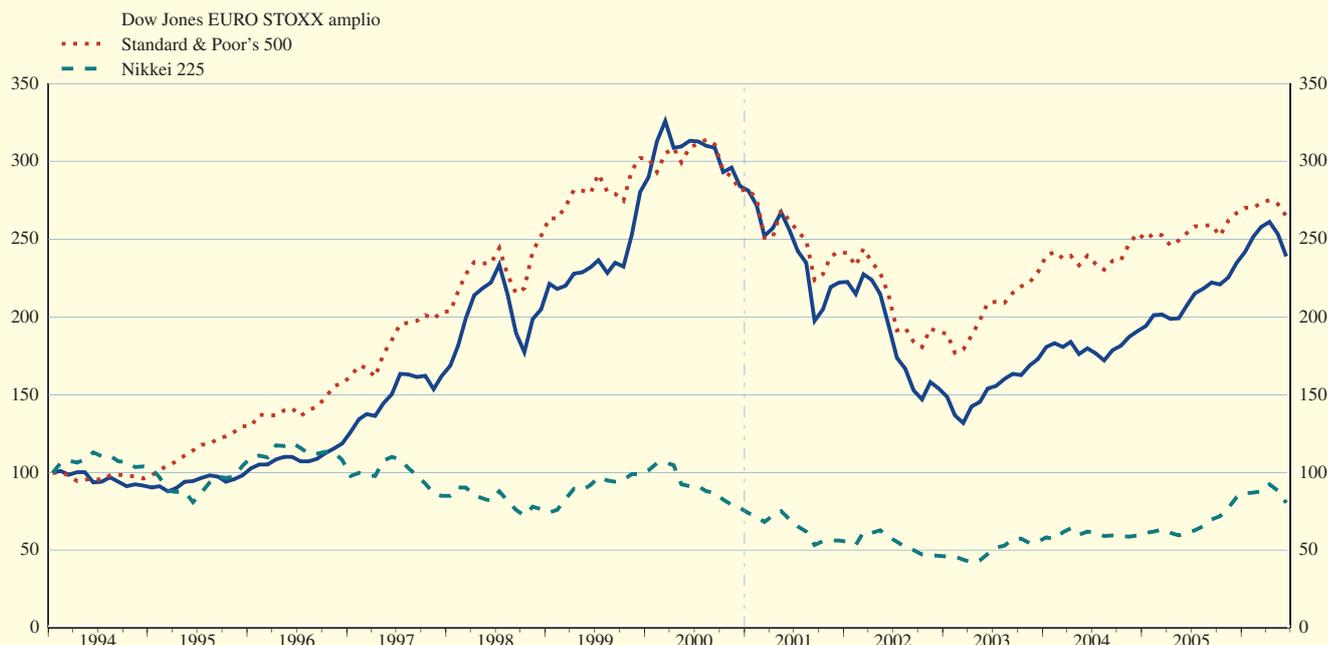
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2005 II	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
III	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,9
IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2006 I	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
II	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
2005 Jun	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,8
Jul	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9
Ago	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0
Sep	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6
Oct	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9
Nov	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,9	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
Dic	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 Ene	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
Feb	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
Mar	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2
Abr	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0
May	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7
Jun	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



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

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total ¹⁾	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2005 I	98,8	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,6	0,0	0,3	0,5
II	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
III	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	0,0	0,0	5,6	0,6
IV	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2006 I	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,6	0,1	1,3	0,4
2006 Ene	100,7	2,4	1,3	2,7	2,0	0,3	0,1	0,1	0,0	2,4	0,1
Feb	100,9	2,3	1,3	2,6	2,0	0,2	0,1	0,3	0,0	0,4	0,2
Mar	101,5	2,2	1,4	2,4	1,9	0,1	0,3	-0,4	0,1	0,5	0,1
Abr	102,2	2,4	1,6	2,6	2,2	0,4	0,0	0,2	0,1	2,8	0,2
May	102,5	2,5	1,5	2,9	1,8	0,3	0,1	0,3	0,1	1,0	0,2
Jun ²⁾	.	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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						Alquileres
% del total ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 I	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
II	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
III	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
IV	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2006 I	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2005 Dic	1,7	1,8	1,5	2,7	0,4	11,2	2,5	2,0	2,6	-2,7	2,2	2,8
2006 Ene	1,9	1,9	2,0	3,1	0,2	13,6	2,5	2,0	2,3	-2,9	2,2	2,4
Feb	1,8	1,9	1,7	3,0	0,3	12,5	2,6	2,1	2,6	-3,4	2,3	2,2
Mar	1,6	2,3	0,6	2,7	0,5	10,5	2,6	2,1	2,3	-3,5	2,1	2,3
Abr	1,8	2,2	1,2	2,9	0,6	11,0	2,6	2,1	3,1	-3,7	2,7	2,1
May	2,0	2,2	1,5	3,4	0,6	12,9	2,5	2,1	2,6	-3,5	1,9	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2006.

2) Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	6,8	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,6	28,5	9,4	44,6
2005 II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	3,0	8,0 ⁶⁾	22,4	2,2	42,2
III	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	3,0	-	33,5	11,6	50,9
IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	2,9	7,2 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	19,0	.	-	36,4	23,6	52,3
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	30,0	26,2	56,2
2006 Ene	113,4	5,3	3,3	1,6	2,0	1,0	1,5	1,3	1,5	19,8	-	-	44,1	25,5	52,5
Feb	113,9	5,4	3,3	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	19,7	-	-	38,7	25,5	51,8
Mar	114,4	5,1	3,0	1,8	2,6	1,1	1,5	1,4	1,5	17,5	-	-	27,4	20,0	52,6
Abr	115,4	5,5	3,5	2,2	3,4	1,2	1,6	1,5	1,6	17,7	-	-	35,0	25,4	57,6
May	115,7	6,0	4,2	2,7	4,5	1,1	1,7	1,7	1,7	18,6	-	-	36,2	31,5	55,7
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	20,0	22,0	55,4

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,5	3,5	3,3	4,4	3,2	4,3	3,6	2,7
2003	110,8	3,1	2,9	3,9	3,0	4,0	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,8	2,7	3,1	2,2	2,1
2005	116,3	2,4	2,2	2,7	2,6	2,1	2,4	2,1
2005 I	115,4	3,1	2,7	3,6	3,1	3,5	3,1	2,2
II	116,0	2,6	2,2	3,3	2,5	2,5	2,4	2,1
III	116,5	2,0	2,1	1,2	2,4	1,3	1,8	2,1
IV	117,2	2,1	2,0	2,7	2,3	1,0	2,2	2,0
2006 I	117,8	2,2	2,5	1,2	2,5	2,1	2,0	2,1

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

- 1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.
- 2) Indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, basado en fuentes no armonizadas.
- 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.

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
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2002	104,3	2,3	2,0	0,7	3,3	1,8	3,1	3,0
2003	106,4	2,0	6,0	0,4	3,7	2,6	1,3	3,1
2004	107,4	1,0	-9,0	-1,4	2,1	0,6	2,6	2,4
2005	108,6	1,1	5,5	-0,5	2,9	0,3	2,0	2,0
2004 IV	107,9	0,9	-8,8	-0,2	2,8	-0,2	1,8	2,4
2005 I	108,4	1,3	2,8	-0,4	4,7	0,8	1,7	1,7
II	108,6	1,1	6,9	0,1	3,4	0,4	2,2	1,4
III	108,4	1,0	5,3	0,0	1,6	0,0	2,0	2,2
IV	108,8	0,9	7,1	-1,6	2,0	-0,2	1,8	2,6
Compensación por empleado								
2002	105,0	2,5	3,1	2,2	2,6	2,4	2,6	3,0
2003	107,5	2,4	3,0	2,6	2,9	2,4	2,0	2,5
2004	109,9	2,2	1,6	3,0	2,6	1,7	2,4	2,1
2005	111,9	1,8	2,0	1,8	1,4	1,9	2,1	1,8
2004 IV	110,4	1,9	1,7	2,6	1,7	1,6	1,7	2,0
2005 I	111,2	1,7	2,8	1,8	0,9	2,1	2,0	1,7
II	111,7	1,6	2,3	1,9	1,7	1,7	2,5	1,0
III	112,1	1,9	1,4	2,2	1,5	2,0	2,2	1,9
IV	112,5	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7	1,9	2,6
Productividad del trabajo ²⁾								
2002	100,7	0,3	1,1	1,5	-0,7	0,6	-0,4	-0,1
2003	101,1	0,4	-2,8	2,2	-0,8	-0,2	0,7	-0,6
2004	102,4	1,3	11,7	4,5	0,5	1,1	-0,3	-0,3
2005	103,1	0,7	-3,3	2,3	-1,5	1,6	0,2	-0,2
2005 I	102,6	0,4	0,0	2,3	-3,7	1,3	0,3	0,0
II	102,9	0,4	-4,4	1,8	-1,7	1,2	0,3	-0,4
III	103,4	0,9	-3,7	2,1	-0,1	2,0	0,1	-0,3
IV	103,4	1,0	-5,0	3,0	-0,5	1,9	0,1	0,0
2006 I	103,7	1,0	.	.	.	.	.	.

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	105,0	2,6	2,0	1,9	3,1	1,4	-0,3	-2,1
2003	107,1	2,1	1,9	2,1	2,3	1,1	-1,2	-1,8
2004	109,2	1,9	2,0	2,0	2,4	2,6	1,1	1,5
2005	111,2	1,9	2,3	2,1	2,2	2,3	2,6	3,7
2005 I	110,4	2,0	2,2	2,0	2,0	2,8	2,9	3,7
II	110,9	1,7	2,0	1,9	1,5	2,2	2,3	3,1
III	111,3	1,8	2,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,9
IV	112,3	2,1	2,5	2,3	3,0	2,3	2,8	4,0
2006 I	112,6	2,0	2,8	2,4	3,7	2,7	3,3	5,7

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 ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2002	7.250,8	7.062,6	4.144,9	1.465,5	1.465,9	-13,7	188,3	2.624,3	2.436,1
2003	7.458,9	7.298,8	4.280,3	1.524,0	1.495,2	-0,7	160,1	2.624,5	2.464,4
2004	7.737,8	7.579,0	4.428,3	1.575,8	1.561,5	13,4	158,9	2.814,8	2.655,9
2005	7.992,7	7.880,1	4.583,4	1.630,1	1.638,5	28,1	112,5	3.001,7	2.889,2
2005 I	1.969,9	1.934,2	1.129,4	400,1	399,7	5,0	35,7	722,2	686,6
II	1.986,0	1.955,1	1.139,0	405,0	407,5	3,6	30,8	737,8	707,0
III	2.006,9	1.982,9	1.153,6	408,5	413,8	6,9	23,9	764,4	740,5
IV	2.030,0	2.007,9	1.161,4	416,5	417,4	12,6	22,1	777,3	755,1
2006 I	2.048,0	2.031,1	1.175,3	422,2	422,7	10,9	16,8	808,2	791,4
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2005	100,0	98,6	57,3	20,4	20,5	0,4	1,4	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2005 I	0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-	-0,2	-1,0
II	0,4	0,6	0,3	0,6	1,4	-	-	1,5	2,0
III	0,7	0,7	0,5	0,7	1,0	-	-	2,8	2,9
IV	0,3	0,5	0,1	0,0	0,2	-	-	0,7	1,3
2006 I	0,6	0,3	0,7	0,5	0,3	-	-	3,1	2,5
<i>tasas de variación interanual</i>									
2002	0,9	0,4	0,9	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,4	1,2	1,7	0,8	-	-	1,2	3,0
2004	2,1	2,0	1,6	1,0	2,3	-	-	6,6	6,6
2005	1,3	1,6	1,3	1,2	2,3	-	-	3,8	4,7
2005 I	1,2	1,5	1,3	0,8	1,6	-	-	3,5	4,5
II	1,1	1,8	1,5	1,1	2,5	-	-	2,7	4,4
III	1,6	1,7	1,8	1,5	3,2	-	-	4,9	5,4
IV	1,7	1,9	1,0	1,6	2,9	-	-	4,8	5,3
2006 I	1,9	2,2	1,7	1,8	2,9	-	-	8,3	9,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005 I	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,3	-	-
II	0,4	0,6	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,2	-	-
III	0,7	0,6	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-	-
IV	0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-
2006 I	0,6	0,3	0,4	0,1	0,1	-0,2	0,3	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,1	1,9	0,9	0,2	0,5	0,4	0,1	-	-
2005	1,3	1,5	0,8	0,2	0,5	0,0	-0,2	-	-
2005 I	1,2	1,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,3	-	-
II	1,1	1,7	0,8	0,2	0,5	0,1	-0,5	-	-
III	1,6	1,6	1,0	0,3	0,6	-0,3	-0,1	-	-
IV	1,7	1,8	0,6	0,3	0,6	0,3	-0,1	-	-
2006 I	1,9	2,1	1,0	0,4	0,6	0,2	-0,1	-	-

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 1 de la sección 7.3.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2002	6.517,3	152,1	1.377,3	373,0	1.392,1	1.749,7	1.473,1	733,5
2003	6.702,1	150,8	1.381,4	388,8	1.425,5	1.827,1	1.528,4	756,8
2004	6.945,4	151,9	1.434,5	414,3	1.474,5	1.893,4	1.576,8	792,4
2005	7.161,1	141,7	1.471,6	434,5	1.525,4	1.963,9	1.624,0	831,5
2005 I	1.767,4	35,9	364,0	105,5	376,2	484,5	401,3	202,4
II	1.781,6	35,4	367,3	107,5	379,9	488,1	403,5	204,3
III	1.796,3	35,0	368,2	109,6	384,2	493,5	405,7	210,6
IV	1.815,8	35,4	372,0	111,9	385,1	497,8	413,5	214,2
2006 I	1.833,0	35,3	372,6	112,9	386,3	509,5	416,4	215,0
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2005	100,0	2,0	20,5	6,1	21,3	27,4	22,7	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2005 I	0,4	-4,3	0,2	-0,8	0,6	0,9	0,6	-0,2
II	0,4	-1,9	0,5	1,6	0,7	0,4	-0,1	0,3
III	0,5	0,4	0,8	0,1	0,6	0,6	0,3	1,6
IV	0,3	0,1	0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1
2006 I	0,6	0,1	0,6	-0,9	0,4	1,1	0,4	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>								
2002	1,0	-0,3	0,0	0,0	1,1	1,5	1,7	0,2
2003	0,7	-5,1	0,6	0,2	0,3	1,5	1,0	1,5
2004	2,2	10,5	2,7	2,1	2,1	1,9	1,5	0,8
2005	1,3	-4,2	1,1	0,8	2,2	1,9	0,8	1,1
2005 I	1,4	-1,0	0,9	-0,7	2,2	2,0	1,0	-0,8
II	1,1	-4,8	0,3	0,8	1,9	2,0	0,8	1,4
III	1,5	-5,1	1,0	1,5	2,5	2,0	0,9	2,1
IV	1,7	-5,7	1,9	1,7	2,5	2,2	1,0	1,6
2006 I	1,9	-1,4	2,3	1,6	2,3	2,4	0,8	2,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005 I	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	-
II	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
III	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2006 I	0,6	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,2	0,2	0,5	0,1	0,4	0,5	0,3	-
2005	1,3	-0,1	0,2	0,0	0,5	0,5	0,2	-
2005 I	1,4	0,0	0,2	0,0	0,5	0,6	0,2	-
II	1,1	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,2	-
III	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,5	0,6	0,2	-
IV	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,6	0,2	-
2006 I	1,9	0,0	0,5	0,1	0,5	0,7	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción									Construcción
	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía								Energía	
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	0,4	100,3	0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-4,5	0,3	3,0	0,7
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,2	0,5	0,1	0,6	2,0	0,2
2005	1,0	103,6	1,2	1,3	1,1	0,9	2,7	0,6	-0,9	0,8	1,2	-0,3
2005 II	1,1	103,3	0,7	0,8	0,5	-0,3	2,2	0,7	-1,5	1,1	1,0	0,1
2005 III	1,3	104,2	1,5	1,6	1,5	0,9	3,0	1,6	-0,1	1,9	0,4	1,0
2005 IV	1,8	104,7	2,1	2,2	2,3	2,4	3,1	0,9	1,8	0,8	1,8	0,6
2006 I	3,7	105,8	3,5	3,6	3,5	3,1	5,2	2,0	3,0	1,8	4,2	0,9
2005 Nov	2,6	105,1	3,1	3,5	3,4	3,7	4,9	0,9	3,2	0,5	2,1	-0,7
2005 Dic	2,8	105,4	2,9	2,5	2,8	2,7	4,1	1,4	3,4	1,1	3,8	4,3
2006 Ene	2,5	105,5	2,9	2,3	2,3	2,1	4,2	0,8	2,7	0,5	5,9	-1,2
2006 Feb	3,0	105,6	3,2	3,2	3,0	2,1	5,7	2,3	2,5	2,3	3,2	2,8
2006 Mar	5,5	106,2	4,2	5,1	5,1	4,9	5,4	2,8	3,7	2,7	3,4	3,3
2006 Abr	.	105,6	2,1	1,1	1,1	2,9	2,7	0,1	-0,6	0,2	1,8	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Nov	1,2	-	1,4	1,3	1,3	1,8	1,6	0,2	1,9	-0,1	2,8	1,1
2005 Dic	0,8	-	0,2	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	0,7	0,0	0,8	3,0	2,8
2006 Ene	0,0	-	0,2	0,2	0,1	0,3	1,0	-0,4	0,2	-0,6	-0,8	-3,3
2006 Feb	-0,3	-	0,0	0,1	-0,1	-0,7	0,5	0,5	-0,3	0,7	0,3	1,2
2006 Mar	1,0	-	0,6	0,6	1,0	1,3	0,5	0,1	0,4	0,1	0,0	-1,4
2006 Abr	.	-	-0,5	-0,3	-0,9	-0,2	-0,7	-0,5	-1,1	-0,4	-2,5	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Total		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,5	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,8	4,6	110,5	3,7	2,2	106,6	1,2	0,7	1,6	2,1	1,2	934	1,4
2005 II	109,0	3,1	110,9	4,2	1,6	106,1	0,8	0,3	1,0	1,7	0,4	937	1,4
2005 III	110,4	4,5	111,7	3,9	2,5	106,8	1,5	0,5	2,2	2,5	1,9	942	4,6
2005 IV	117,3	7,4	112,6	4,2	2,3	107,2	1,2	0,6	1,7	2,7	1,6	933	-1,2
2006 I	117,8	12,4	116,2	9,0	2,3	107,3	0,9	0,3	1,4	1,4	2,4	947	2,0
2005 Dic	123,6	7,8	115,0	5,1	2,0	107,1	1,0	0,1	1,8	2,7	1,9	924	-1,8
2006 Ene	115,5	9,3	114,6	8,0	3,0	107,6	1,5	0,6	1,8	4,2	2,1	946	2,1
2006 Feb	119,8	14,2	114,6	7,2	2,7	107,5	1,3	1,2	1,5	2,4	2,4	942	2,6
2006 Mar	118,0	13,5	119,4	11,5	1,3	106,8	0,1	-0,8	0,9	-2,2	2,6	953	1,5
2006 Abr	117,3	4,0	111,2	-0,3	3,3	107,9	2,4	1,5	2,8	1,5	3,4	958	1,7
2006 May	.	.	.	.	3,1	107,3	0,8	-0,6	2,0	.	.	973	8,9
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Dic	-	5,4	-	-0,3	0,0	-	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	0,9	-	-0,9
2006 Ene	-	-6,5	-	-0,4	0,7	-	0,5	0,8	0,2	0,6	0,2	-	2,3
2006 Feb	-	3,7	-	0,0	0,0	-	-0,2	0,0	-0,2	-1,2	-0,2	-	-0,4
2006 Mar	-	-1,4	-	4,2	-0,4	-	-0,6	-1,1	-0,1	-1,4	0,2	-	1,2
2006 Abr	-	-0,6	-	-6,9	0,7	-	1,0	0,9	1,0	1,9	0,7	-	0,5
2006 May	-	.	-	.	0,2	-	-0,6	-0,8	-0,4	.	.	-	1,6

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2002	94,5	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,6	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,4	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,1	-7	-17	11	6	81,3	-14	-4	-15	28	-8
2005 II	96,1	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
III	97,7	-8	-18	11	6	81,0	-15	-4	-17	29	-8
IV	100,1	-6	-15	10	7	81,5	-12	-4	-15	22	-9
2006 I	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-8
II	106,5	2	-1	6	13	.	-9	-3	-10	16	-8
2006 Ene	101,5	-4	-12	10	9	82,0	-11	-3	-11	19	-9
Feb	102,7	-2	-10	8	11	-	-10	-3	-11	19	-8
Mar	103,6	-1	-6	8	12	-	-11	-3	-12	21	-7
Abr	105,7	1	-1	7	13	82,4	-10	-3	-8	22	-8
May	106,7	2	-2	6	14	-	-9	-3	-10	14	-7
Jun	107,2	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2002	-17	-25	-10	-15	-18	17	-11	2	-3	-4	14
2003	-18	-25	-11	-11	-14	17	-2	4	-5	3	14
2004	-14	-22	-6	-9	-14	14	0	11	7	8	17
2005	-9	-15	-3	-9	-14	14	2	11	6	10	17
2005 II	-11	-18	-5	-10	-16	13	-1	9	0	9	17
III	-9	-16	-2	-9	-15	15	1	11	6	10	17
IV	-5	-11	0	-6	-11	16	9	14	10	13	18
2006 I	-4	-10	2	-4	-5	16	8	15	11	14	19
II	-2	-8	3	0	0	14	15	19	15	18	23
2006 Ene	-4	-9	1	-6	-7	17	5	15	13	17	17
Feb	-5	-12	2	-5	-5	16	7	14	8	13	21
Mar	-3	-10	4	-1	-1	14	11	15	11	13	21
Abr	-3	-9	3	-1	-1	16	15	18	14	17	23
May	-2	-8	3	-1	-2	15	13	20	16	20	23
Jun	-2	-7	3	2	3	12	16	19	14	19	23

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 de la media (por debajo de la media) calculado para el período transcurrido desde enero de 1985.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,5	15,5	4,4	17,6	7,3	25,0	15,4	30,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,878	0,7	0,8	0,0	-1,3	-1,4	0,7	0,6	1,9	1,9
2003	135,375	0,4	0,1	1,9	-2,3	-1,6	1,1	0,5	0,8	1,5
2004	136,125	0,6	0,5	0,8	-1,4	-1,7	1,5	0,7	1,7	1,3
2005	137,079	0,7	0,8	-0,1	-0,9	-1,2	2,3	0,7	1,9	1,1
2005 I	136,726	0,9	0,9	0,6	-1,1	-1,1	3,5	1,0	1,8	1,1
II	136,921	0,7	0,7	0,3	-0,7	-1,7	2,4	0,8	1,7	1,2
III	137,137	0,6	0,8	-0,6	-1,3	-1,0	1,5	0,4	1,9	1,2
IV	137,531	0,7	0,9	-0,7	-0,4	-1,1	2,0	0,5	2,0	0,9
2006 I	137,958	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2005 I	0,170	0,1	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	0,7	0,3	0,3	0,2
II	0,195	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,3	0,4	0,1	0,2	0,3
III	0,216	0,2	0,3	-0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,7	0,3
IV	0,394	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,2	1,0	0,2	0,9	0,2
2006 I	0,427	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,5		51,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,899	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,713	10,5
2005	12,543	8,6	9,485	7,3	3,058	17,7	6,085	7,4	6,458	10,0
2005 I	12,845	8,8	9,626	7,5	3,219	18,3	6,217	7,6	6,628	10,3
II	12,686	8,7	9,608	7,4	3,078	17,7	6,165	7,5	6,521	10,1
III	12,386	8,5	9,408	7,3	2,977	17,3	6,044	7,4	6,342	9,9
IV	12,209	8,3	9,212	7,1	2,997	17,5	5,879	7,2	6,330	9,8
2006 I	11,913	8,1	8,927	6,9	2,985	17,4	5,734	7,0	6,179	9,6
2005 Dic	12,184	8,3	9,183	7,1	3,001	17,6	5,831	7,1	6,353	9,9
2006 Ene	12,063	8,2	9,065	7,0	2,997	17,4	5,779	7,1	6,283	9,8
Feb	11,916	8,1	8,920	6,9	2,996	17,5	5,736	7,0	6,180	9,6
Mar	11,759	8,0	8,797	6,8	2,962	17,3	5,685	6,9	6,074	9,4
Abr	11,622	8,0	8,718	6,8	2,904	17,0	5,649	6,9	5,973	9,3
May	11,540	7,9	8,686	6,7	2,854	16,7	5,631	6,9	5,909	9,2

Fuentes: Eurostat.

- Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- En el año 2005.
- Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total		Recursos corrientes								Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		14
1997	47,1	46,6	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,2	8,6	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7
1998	46,6	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,2	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,6
1999	47,1	46,8	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,1
2000	46,7	46,4	12,7	9,8	2,7	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,3	0,3	0,3	42,8
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,2	44,9	11,9	9,4	2,2	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,8	2,3	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9
2005	45,1	44,7	11,6	8,9	2,5	13,7	0,3	15,6	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2

2. Zona del euro - empleos

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital		Pagadas por instituciones de la UE	14
1997	49,7	46,1	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7
1998	48,9	45,1	10,6	4,6	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,2
1999	48,5	44,6	10,6	4,8	4,1	25,2	22,2	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	21,8	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	4,9	3,3	25,5	22,6	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,5	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,4	1,8	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4
2005	47,5	43,8	10,4	5,0	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,8	2,4	1,3	0,0	44,5

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,9	1,9	2,3	8,2	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,6	4,8	1,9	2,3	8,0	11,7
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,1	11,8
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	8,0	11,8
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,1	0,4	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	7,9	11,9
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,0	12,2
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,3	0,1	0,3	20,3	10,4	5,0	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,4	10,4	5,0	5,2	1,8	2,2	8,0	12,4

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	0,0	-3,7	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,0	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,1	-4,0	-5,8	0,0	-4,2	0,2	-3,4	0,2	-3,1	-1,5	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,9	-0,1	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,9	-1,1	-3,2	2,3
2005	0,1	-3,3	-4,5	1,1	-2,9	1,0	-4,1	-1,9	-0,3	-1,5	-6,0	2,6

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

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,4	58,7	32,5	10,0	16,1	16,4
1997	74,2	2,8	16,0	6,5	48,9	56,2	31,1	11,8	13,3	18,0
1998	72,8	2,7	15,0	5,6	49,4	53,0	29,3	12,8	10,9	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	4,3	50,7	48,4	27,4	9,8	11,3	23,7
2000	69,6	2,7	13,1	3,7	50,1	43,9	24,0	8,9	11,0	25,6
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,0	22,9	8,0	11,1	26,3
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,0	21,6	7,6	10,8	28,2
2003	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9	39,1	21,6	8,3	9,2	30,3
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,6	37,9	20,7	8,2	8,9	31,9
2005	70,7	2,4	11,7	4,9	51,7	36,9	20,3	8,2	8,4	33,8

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

	Total	Emisor por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1996	75,1	63,0	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	7,1	19,1	26,3	29,8	72,5	2,6
1997	74,2	62,2	6,1	5,4	0,6	9,9	64,3	6,8	18,1	26,0	30,1	71,4	2,8
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,9	64,0	6,3	15,6	27,0	30,3	70,1	2,7
1999	72,1	60,6	6,0	5,1	0,4	7,7	64,4	5,6	13,4	28,3	30,5	70,1	2,0
2000	69,6	58,3	5,9	4,9	0,4	6,8	62,8	4,9	13,2	28,9	27,4	67,8	1,8
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	3,7	13,6	27,5	27,2	66,8	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	59,9	3,9	15,2	25,8	27,2	66,8	1,3
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,6	60,7	4,0	14,4	26,6	28,3	68,3	1,0
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,3	3,9	14,4	27,4	28,0	68,8	1,0
2005	70,7	58,1	6,8	5,3	0,5	8,7	62,0	3,8	14,4	28,0	28,3	69,7	1,1

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	103,2	60,3	110,7	52,5	58,2	32,1	105,5	6,5	50,5	66,0	55,5	41,3
2003	98,5	63,8	107,8	48,9	62,4	31,1	104,2	6,3	51,9	64,4	57,0	44,3
2004	94,7	65,5	108,5	46,4	64,4	29,4	103,8	6,6	52,6	63,6	58,7	44,3
2005	93,3	67,7	107,5	43,2	66,8	27,6	106,4	6,2	52,9	62,9	63,9	41,1

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

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

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1,9	2,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,3	-0,2	2,1	2,2
1998	1,8	2,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,8	-0,4	1,5	2,5
1999	2,0	1,6	0,4	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-2,6	-0,9	-2,5	4,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	0,0	-0,1	-0,5	1,8
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,6	-0,5	-0,2	2,7
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,2	0,6	0,9	2,9
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	0,3	0,0	0,3	2,8
2005	3,1	3,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	0,2	0,2	0,2	2,9

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾	
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	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	-0,4	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,0	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	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,4	0,6	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1

Fuente: BCE.

- Los datos 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 1999.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 IV	51,1	50,4	14,3	14,6	16,8	2,9	0,9	0,7	0,3	45,9
2000 I	43,6	43,1	11,1	13,1	15,5	1,9	0,7	0,5	0,3	39,9
II	47,7	47,2	13,9	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,3
III	44,2	43,8	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,4	0,2	40,4
IV	49,9	49,4	14,0	14,1	16,6	2,8	1,0	0,5	0,3	45,0
2001 I	42,4	41,9	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,7
II	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,2
III	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	13,6	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	42,1	41,6	10,1	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,6	45,1	12,5	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,0
III	43,5	43,0	11,2	12,7	15,4	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	42,0	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,4	0,2	38,5
II	45,9	44,4	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,3	48,3	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,6	41,1	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
II	44,9	44,1	12,1	12,9	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,0
III	42,7	42,2	10,7	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,4	48,3	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,4	41,9	10,0	13,1	15,4	1,7	0,6	0,6	0,3	38,7
II	44,7	44,1	11,9	13,1	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,6
III	43,5	42,9	11,1	12,9	15,4	1,9	0,7	0,6	0,3	39,7
IV	49,3	48,5	13,4	14,4	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,2

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital			
1999 IV	50,9	46,0	11,1	5,3	3,7	25,9	22,2	1,7	4,9	3,1	1,7	0,2	3,9
2000 I	46,3	43,0	10,2	4,6	4,1	24,2	20,9	1,3	3,3	2,0	1,3	-2,7	1,3
II	46,4	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,9	1,4	3,4	2,3	1,1	1,3	5,2
III	43,0	42,7	10,1	4,5	4,0	24,1	20,8	1,5	0,3	2,5	1,0	1,2	5,2
IV	49,7	45,9	11,1	5,3	3,8	25,8	21,9	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	4,0
2001 I	45,7	42,4	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
II	46,3	42,8	10,3	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,3	1,1	0,6	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,7
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,4	1,9	1,5	-4,2	-0,5
II	46,7	43,3	10,3	4,9	3,6	24,4	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,4
III	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,6	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,9	43,4	10,4	4,5	3,5	25,0	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,4
II	47,4	43,8	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,5	2,4	1,2	-1,5	1,9
III	46,9	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,6	2,5	1,1	-4,1	-0,8
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,6	22,8	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,5	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,5	1,2	3,4	2,0	1,4	-4,9	-1,7
II	46,7	43,3	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,4	2,3	1,0	-1,7	1,4
III	46,0	42,6	10,0	4,6	3,2	24,9	21,4	1,3	3,3	2,4	0,9	-3,3	-0,2
IV	50,7	45,8	10,9	5,7	3,0	26,1	22,5	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 I	46,7	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,6	1,2	3,3	1,9	1,4	-4,3	-1,2
II	46,3	43,0	10,3	5,0	3,1	24,6	21,5	1,1	3,3	2,3	1,0	-1,6	1,4
III	45,7	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,3	2,4	0,9	-2,2	0,8
IV	50,8	45,9	11,1	5,7	2,9	26,2	22,6	1,4	4,9	3,1	1,7	-1,5	1,3

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE no están incluidas. 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.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

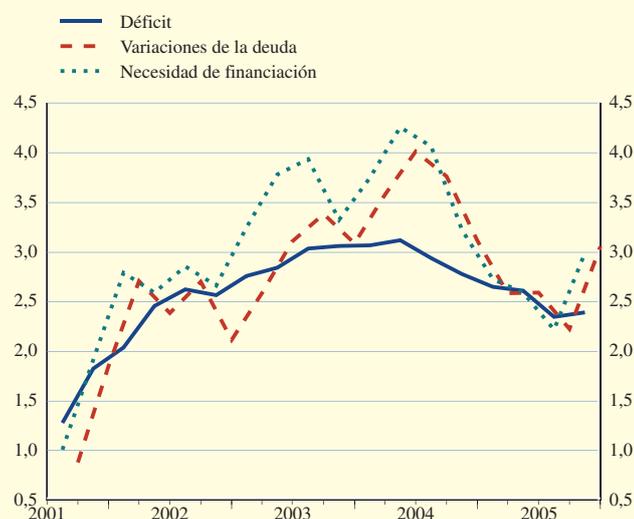
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Moneda y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2003 I	69,5	2,6	11,7	5,2	50,0
II	70,1	2,7	11,6	5,5	50,3
III	70,5	2,7	11,6	5,6	50,6
IV	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9
2004 I	71,0	2,1	12,4	5,5	50,9
II	71,7	2,2	12,4	5,5	51,5
III	71,6	2,2	12,3	5,6	51,5
IV	69,8	2,2	11,9	5,1	50,6
2005 I	71,1	2,2	11,9	5,2	51,8
II	72,0	2,4	11,7	5,4	52,6
III	71,6	2,4	11,7	5,2	52,2
IV	70,7	2,4	11,7	4,9	51,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/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	Valores 6	Préstamos 7	Acciones y otras participaciones 8			
2003 I	7,7	-4,9	2,7	3,1	2,0	0,2	0,4	0,4	-0,1	-0,2	7,8
II	4,1	-1,5	2,7	3,1	2,2	-0,1	-0,2	1,2	-0,3	-0,2	4,4
III	3,2	-4,1	-0,9	-1,6	-1,5	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,3	2,7
IV	-2,2	-1,9	-4,1	-3,8	-2,3	-0,1	-0,1	-1,3	-1,0	0,7	-1,3
2004 I	9,4	-4,9	4,6	2,1	1,4	0,2	0,0	0,5	0,1	2,4	9,3
II	5,8	-1,7	4,1	3,9	3,3	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,7	6,4
III	2,2	-3,3	-1,1	-0,8	-1,2	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,5	2,0
IV	-4,5	-1,3	-5,8	-3,5	-2,7	-0,2	0,1	-0,7	-0,2	-2,1	-4,3
2005 I	7,1	-4,3	2,8	2,5	1,4	0,4	0,3	0,4	0,0	0,3	7,1
II	5,8	-1,6	4,2	3,7	2,7	0,3	0,2	0,4	0,1	0,4	5,7
III	0,7	-2,2	-1,5	-2,5	-2,5	0,3	-0,1	-0,3	0,2	0,8	0,6
IV	-1,1	-1,5	-2,6	-0,8	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-1,8	-1,1

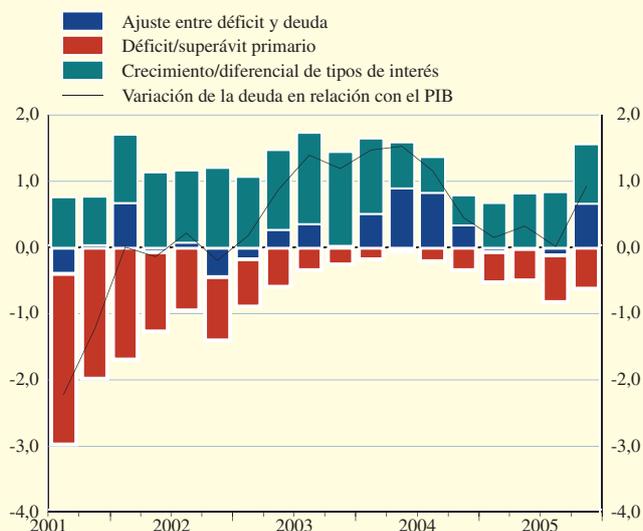
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-22,6	53,0	34,3	-41,5	-68,3	12,5	-10,1	90,0	-145,5	162,5	-13,6	67,8	18,7	-79,9
2005 I	2,2	15,1	4,0	-0,7	-16,2	1,0	3,2	18,8	-23,7	7,0	-7,3	38,1	4,8	-22,1
II	-11,2	18,1	10,3	-23,6	-16,0	4,0	-7,2	49,5	-14,7	107,8	1,3	-48,0	3,1	-42,3
III	-1,4	16,0	9,6	-7,1	-19,8	2,8	1,5	34,6	-97,6	89,8	-0,4	40,8	2,0	-36,0
IV	-12,3	3,8	10,3	-10,1	-16,3	4,7	-7,6	-12,9	-9,4	-42,0	-7,2	36,9	8,8	20,5
2006 I	-10,0	-3,5	3,5	0,7	-10,7	2,7	-7,3	36,9	-11,9	31,8	-7,4	18,8	5,5	-29,5
2005 Abr	-10,5	3,5	2,3	-12,2	-4,1	0,3	-10,2	-5,5	-13,7	-7,9	-0,4	17,4	-0,8	15,7
May	-2,9	5,7	3,3	-6,3	-5,5	1,6	-1,3	41,5	6,7	19,0	0,8	12,5	2,6	-40,3
Jun	2,2	8,8	4,7	-5,0	-6,4	2,1	4,3	13,5	-7,7	96,7	1,0	-77,9	1,4	-17,7
Jul	3,0	9,5	4,5	-5,5	-5,5	0,8	3,8	1,0	-85,1	77,1	1,4	5,0	2,6	-4,8
Ago	-2,7	1,0	1,5	1,0	-6,2	0,8	-2,0	0,4	-12,0	-13,3	-0,7	26,5	-0,1	1,6
Sep	-1,6	5,5	3,6	-2,6	-8,1	1,2	-0,4	33,2	-0,5	26,0	-1,2	9,3	-0,5	-32,8
Oct	-6,5	1,5	4,6	-7,2	-5,4	0,6	-5,9	-6,5	-8,0	2,4	-4,3	3,1	0,2	12,4
Nov	-5,6	1,0	2,7	-4,4	-5,0	0,9	-4,7	5,8	-2,0	-39,2	-0,4	46,2	1,2	-1,1
Dic	-0,2	1,3	3,0	1,4	-5,9	3,2	3,0	-12,2	0,6	-5,2	-2,5	-12,4	7,3	9,2
2006 Ene	-9,7	-6,4	0,1	-1,0	-2,3	1,0	-8,7	-11,0	4,9	-37,1	-2,3	25,8	-2,3	19,7
Feb	-0,4	0,3	1,8	1,0	-3,5	1,0	0,6	13,2	-25,4	20,5	-3,0	19,2	1,9	-13,8
Mar	0,1	2,6	1,5	0,8	-4,8	0,6	0,8	34,7	8,6	48,4	-2,1	-26,3	6,0	-35,4
Abr	-8,0	-0,1	3,0	-4,8	-6,0	0,5	-7,5	3,1	-2,5	-5,7	-5,8	18,3	-1,2	4,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2006 Abr	-32,4	30,7	34,4	-32,6	-64,8	14,4	-18,0	116,7	-122,3	189,6	-19,0	49,4	19,0	-98,7

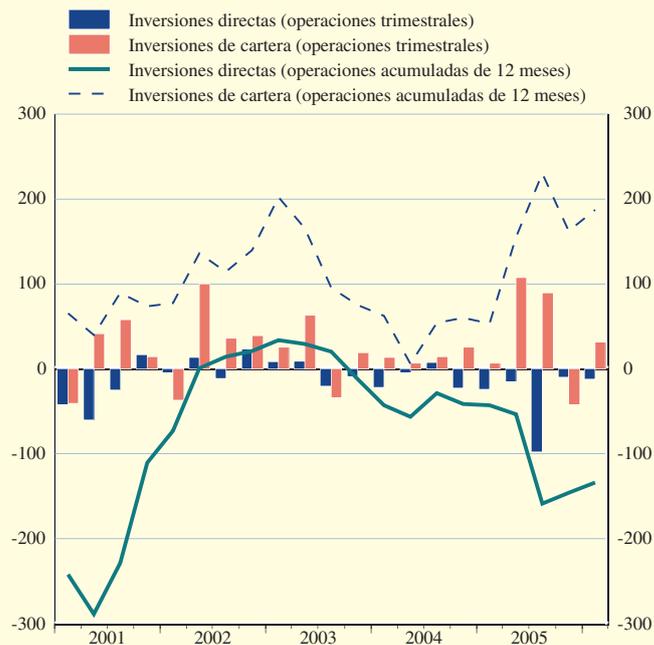
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

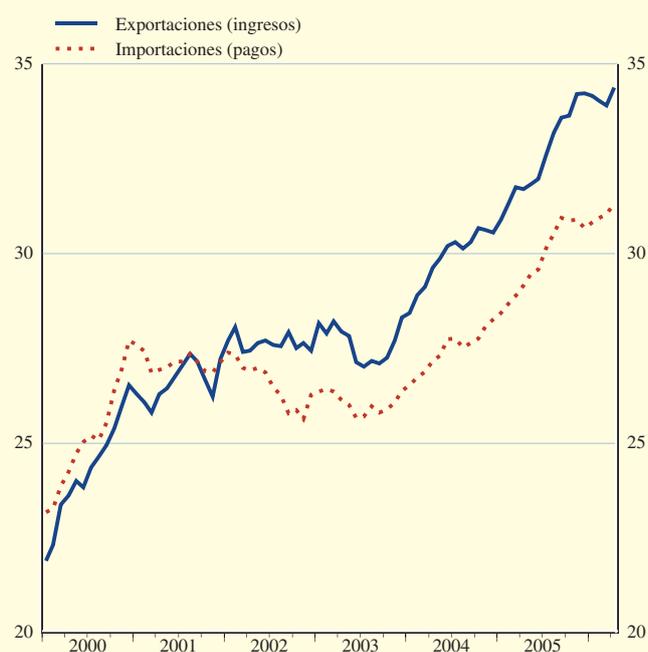
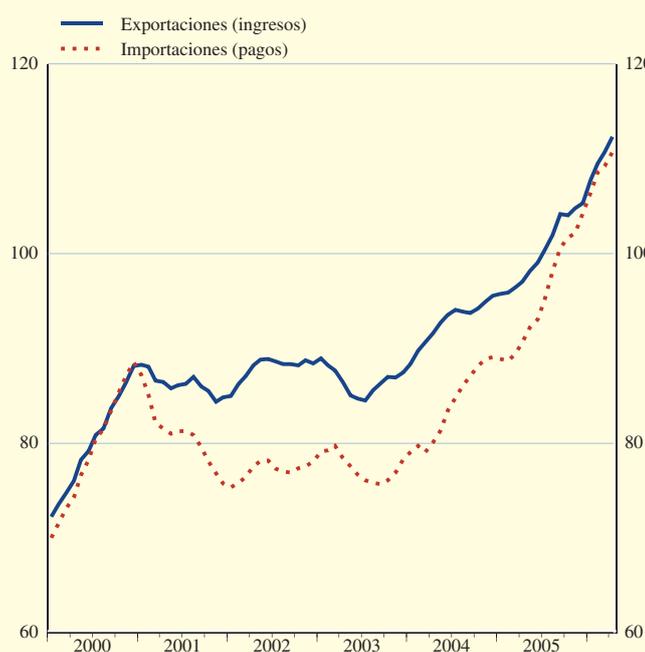
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	82,1	138,1	23,7	10,8
2004	1.843,0	1.793,2	49,9	1.128,2	1.022,9	362,1	333,1	270,9	298,9	81,9	138,3	24,1	6,6
2005	2.018,1	2.040,7	-22,6	1.218,6	1.165,6	395,5	361,1	320,7	362,2	83,4	151,7	23,4	10,9
2005 I	460,8	458,6	2,2	278,5	263,4	85,3	81,2	68,0	68,8	29,0	45,2	4,9	3,8
II	503,4	514,5	-11,2	305,2	287,1	97,3	87,0	83,8	107,3	17,1	33,1	5,8	1,8
III	509,7	511,1	-1,4	309,0	293,0	108,9	99,3	76,5	83,6	15,3	35,1	4,6	1,8
IV	544,2	556,5	-12,3	325,9	322,1	103,9	93,6	92,4	102,5	21,9	38,3	8,1	3,5
2006 I	531,4	541,4	-10,0	326,7	330,2	92,3	88,9	79,6	78,9	32,8	43,5	4,7	2,0
2006 Feb	175,4	175,9	-0,4	104,8	104,5	30,1	28,2	24,2	23,3	16,3	19,8	1,4	0,4
Mar	191,7	191,6	0,1	121,1	118,5	32,2	30,7	31,4	30,6	6,9	11,8	1,6	0,9
Abr	173,8	181,8	-8,0	107,3	107,4	32,6	29,7	29,1	33,9	4,8	10,8	1,1	0,6
	Datos desestacionalizados												
2005 I	478,7	472,6	6,1	289,3	268,3	95,2	86,7	74,2	79,1	20,0	38,6	.	.
II	491,6	490,6	1,0	297,1	279,2	95,9	88,7	77,0	87,3	21,5	35,4	.	.
III	513,5	522,6	-9,1	312,5	301,8	100,7	92,8	80,2	91,0	20,0	37,0	.	.
IV	527,6	548,3	-20,6	316,0	312,7	102,7	92,0	87,3	104,5	21,7	39,0	.	.
2006 I	546,8	553,4	-6,6	332,1	327,7	101,7	93,1	85,1	90,4	28,0	42,2	.	.
2005 Ago	171,2	176,5	-5,4	103,9	102,5	33,5	31,1	27,0	30,1	6,8	12,8	.	.
Sep	172,9	174,7	-1,8	106,5	100,5	33,6	30,9	26,7	30,6	6,1	12,8	.	.
Oct	170,5	176,5	-6,0	101,8	101,9	33,8	30,7	27,9	32,1	7,0	11,8	.	.
Nov	177,7	188,9	-11,2	106,1	104,0	35,2	31,1	29,4	40,8	7,0	13,0	.	.
Dic	179,4	182,9	-3,4	108,1	106,8	33,7	30,2	29,9	31,6	7,8	14,2	.	.
2006 Ene	174,3	175,0	-0,7	108,9	108,4	33,6	31,2	27,6	27,6	4,2	7,8	.	.
Feb	191,3	195,3	-4,0	111,6	110,5	34,7	31,5	27,4	30,1	17,5	23,3	.	.
Mar	181,3	183,1	-1,8	111,6	108,9	33,3	30,5	30,0	32,7	6,3	11,1	.	.
Abr	182,9	183,0	0,0	113,7	112,9	35,0	32,0	28,0	25,7	6,2	12,4	.	.

C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	14,8	7,2	228,5	273,3	66,3	56,3	10,0	10,2	18,6	53,5	65,5	80,7	68,1	72,6
2004	15,3	7,7	255,6	291,1	87,0	72,0	12,1	11,8	23,8	56,9	67,5	79,0	65,2	71,5
2005	15,3	9,2	305,3	353,0	97,1	95,6	12,9	13,0	30,8	71,1	79,8	78,9	84,7	94,3
2004 IV	4,0	1,9	72,6	70,9	28,4	16,3	3,3	3,4	5,4	10,5	17,6	20,9	18,0	19,9
2005 I	3,7	1,6	64,3	67,1	18,7	14,8	2,9	2,8	6,1	11,3	17,5	17,3	19,1	20,9
II	3,8	2,3	80,0	105,0	27,4	26,1	3,3	3,5	9,9	30,2	19,5	22,0	19,9	23,1
III	3,8	2,8	72,6	80,7	19,9	22,3	2,9	2,9	7,6	15,8	21,5	17,0	20,7	22,7
IV	4,0	2,4	88,4	100,1	31,1	32,4	3,8	3,8	7,3	13,8	21,3	22,6	24,9	27,5

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
2003	-147,2	-130,0	-1,9	-128,2	-17,1	0,0	-17,1	134,9	124,4	3,1	121,3	10,5	0,1	10,5
2004	-141,7	-152,0	-17,3	-134,7	10,3	0,1	10,2	100,5	86,5	1,2	85,3	14,0	0,6	13,4
2005	-216,1	-155,5	-9,2	-146,3	-60,7	0,4	-61,1	70,7	43,6	-0,1	43,7	27,1	1,1	26,0
2005 I	-41,2	-23,3	-2,3	-21,0	-17,9	0,1	-17,9	17,4	18,0	0,3	17,6	-0,5	0,3	-0,9
II	-28,4	-23,6	-1,9	-21,8	-4,7	0,0	-4,8	13,7	4,2	0,4	3,8	9,5	-0,1	9,6
III	-115,9	-92,0	-4,9	-87,1	-23,9	0,1	-24,0	18,3	5,5	0,9	4,7	12,8	0,4	12,3
IV	-30,7	-16,5	-0,1	-16,5	-14,1	0,2	-14,3	21,3	15,9	-1,7	17,6	5,3	0,4	4,9
2006 I	-37,0	-31,9	-1,1	-30,7	-5,2	0,0	-5,2	25,2	15,4	0,5	14,8	9,8	-0,4	10,2
2005 Abr	-16,4	1,1	-1,8	3,0	-17,5	0,0	-17,5	2,7	6,5	-0,2	6,7	-3,8	0,1	-3,9
May	6,8	-5,7	-0,5	-5,3	12,5	0,0	12,5	-0,1	-1,9	0,2	-2,1	1,9	0,0	1,8
Jun	-18,8	-19,0	0,4	-19,4	0,3	0,0	0,3	11,0	-0,4	0,4	-0,8	11,4	-0,3	11,8
Jul	-93,1	-85,9	-3,3	-82,6	-7,1	0,1	-7,2	8,0	10,4	0,2	10,1	-2,4	0,0	-2,4
Ago	-11,7	-4,7	-0,5	-4,1	-7,0	0,0	-7,0	-0,4	-0,8	0,2	-1,0	0,4	0,1	0,3
Sep	-11,2	-1,4	-1,0	-0,3	-9,8	0,0	-9,9	10,7	-4,1	0,4	-4,5	14,7	0,3	14,4
Oct	-11,4	-0,8	0,3	-1,1	-10,6	0,1	-10,6	3,4	6,4	0,2	6,2	-3,0	0,2	-3,3
Nov	-6,2	-4,4	0,3	-4,7	-1,7	0,1	-1,8	4,2	4,6	-1,7	6,3	-0,4	0,2	-0,6
Dic	-13,1	-11,3	-0,6	-10,7	-1,8	0,0	-1,9	13,7	4,9	-0,2	5,2	8,8	0,0	8,7
2006 Ene	0,8	6,4	-0,6	7,0	-5,5	-0,2	-5,4	4,1	6,4	0,1	6,2	-2,3	-0,1	-2,2
Feb	-33,6	-28,7	-1,1	-27,6	-4,9	0,2	-5,1	8,2	5,0	0,3	4,7	3,1	0,1	3,1
Mar	-4,3	-9,5	0,7	-10,2	5,2	-0,1	5,3	12,9	4,0	0,1	3,9	9,0	-0,4	9,3
Abr	-12,4	-2,2	-1,6	-0,6	-10,2	-0,3	-9,8	9,9	3,8	0,2	3,7	6,1	0,1	6,0

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

5. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
						Activos					Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema		AAPP	Otros sectores		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-64,4	-2,6	110,3	-2,4	-45,0	-128,3	-0,2	198,9	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-81,0	-3,4	128,1	1,2	-81,8	-97,1	-2,1	254,9	-0,1	-43,2	-13,7	0,1	15,4
2005	-0,1	-15,6	-124,7	-3,9	280,2	-0,7	-121,0	-161,6	-0,5	260,3	0,1	-15,1	-4,2	0,1	65,2
2005 I	0,0	-27,5	-21,2	-1,1	41,2	-0,1	-35,7	-41,0	-0,4	46,7	0,3	5,8	-6,0	-3,6	44,5
II	0,0	21,7	-22,8	-0,8	25,0	-0,7	-39,5	-34,3	-0,1	158,1	-0,4	-9,1	-5,2	-2,4	14,9
III	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4
IV	0,0	-4,8	-53,8	-0,9	63,2	0,6	-24,5	-36,6	-0,1	31,0	0,1	-4,9	5,4	5,9	-17,5
2006 I	0,0	-17,6	-44,7	.	103,8	-0,1	-53,9	-34,8	.	58,6	0,3	0,5	-6,1	.	25,6
2005 Abr	0,0	9,9	-5,4	-	-47,3	-0,9	-12,4	-11,4	-	58,0	-0,3	-10,5	1,2	-	11,0
May	0,0	6,7	-15,6	-	22,4	-0,1	-16,1	-5,8	-	28,7	0,0	-2,1	-6,1	-	7,0
Jun	0,0	5,1	-1,8	-	49,9	0,2	-11,0	-17,1	-	71,4	0,0	3,5	-0,3	-	-3,1
Jul	-0,1	-3,5	-14,8	-	111,4	0,2	-4,1	-14,5	-	-2,4	-0,6	0,0	-1,6	-	7,0
Ago	0,0	2,0	-8,8	-	23,4	-0,5	-5,7	-13,8	-	-6,9	0,3	-11,5	-0,1	-	8,2
Sep	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2
Oct	0,0	4,6	-10,6	-	-3,9	0,6	-17,2	-14,8	-	26,9	0,1	7,1	3,7	-	5,9
Nov	0,0	-6,7	-21,5	-	11,5	0,1	-3,7	-15,7	-	7,4	0,0	-4,6	-0,3	-	-5,7
Dic	0,0	-2,7	-21,7	-	55,6	-0,1	-3,6	-6,1	-	-3,3	0,0	-7,3	1,9	-	-17,8
2006 Ene	0,0	-5,2	-23,7	-	20,4	0,2	-31,7	-2,4	-	-1,7	0,4	1,6	-6,1	-	11,0
Feb	0,0	-3,8	-17,6	-	31,6	-0,2	-7,8	-15,5	-	18,0	-0,1	1,2	-1,0	-	15,8
Mar	0,0	-8,6	-3,4	-	51,8	-0,1	-14,3	-16,9	-	42,3	0,0	-2,3	1,1	-	-1,2
Abr	0,0	2,6	-6,2	-	-9,9	0,2	-4,8	-15,2	-	24,9	-0,8	-7,3	0,0	-	11,0

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2003	-253,1	174,1	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-99,3	-	32,7
2004	-312,5	275,0	-0,2	6,9	-2,3	-2,0	-3,6	-259,4	246,9	-20,1	-3,6	-239,3	250,5	-50,6	-10,5	24,7
2005	-565,5	633,3	-1,7	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,7	477,0	-102,9	47,0	-282,9	430,0	-183,2	-23,4	152,6
2005 I	-178,2	216,3	0,5	4,9	7,3	2,7	0,3	-126,7	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,5	-59,4	-29,4	15,3
II	-156,6	108,5	-1,3	0,3	-7,6	-8,6	-1,9	-97,1	45,0	-18,5	22,5	-78,6	22,5	-50,5	18,0	65,2
III	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
IV	-122,3	159,2	-1,3	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-74,2	113,3	-40,9	-0,3	-33,2	113,6	-44,4	6,9	51,3
2006 I	-230,2	249,0	-3,7	8,9	4,3	2,8	-3,5	-149,1	225,2	-12,6	10,4	-136,5	214,8	-81,6	-30,4	18,4
2005 Abr	-119,0	136,4	0,1	-0,2	-5,4	-5,3	-2,1	-98,0	94,6	-9,0	0,1	-89,0	94,5	-15,7	13,4	44,1
May	-10,1	22,6	-0,8	-0,2	0,3	2,3	0,4	17,6	21,0	-3,4	11,0	21,0	10,0	-27,3	-1,4	1,4
Jun	-27,5	-50,5	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,7	-70,6	-6,1	11,4	-10,6	-82,1	-7,5	6,1	19,7
Jul	-43,6	48,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,6	0,9	-38,6	48,2	-6,3	5,5	-32,3	42,7	-4,5	-3,3	0,6
Ago	19,6	6,9	0,2	0,8	6,3	8,4	0,5	20,1	-2,0	-1,4	3,1	21,4	-5,1	-7,0	-6,5	7,6
Sep	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
Oct	-53,8	57,0	-0,2	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-47,0	53,1	-5,1	2,1	-42,0	51,0	-7,4	4,1	3,0
Nov	-148,3	194,5	-1,1	1,7	-1,2	1,2	0,2	-112,2	172,7	-0,9	-2,3	-111,4	175,1	-33,7	-6,3	19,8
Dic	79,9	-92,3	-0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	85,1	-112,5	-35,0	-0,1	120,1	-112,4	-3,3	9,1	28,5
2006 Ene	-103,9	129,7	-0,2	8,0	1,2	1,8	-2,4	-71,1	117,9	6,8	-1,8	-77,9	119,7	-33,7	-18,0	6,2
Feb	-24,7	43,9	-4,4	0,2	1,0	0,8	-1,0	-1,6	35,7	-6,5	10,0	4,9	25,7	-19,7	-7,5	9,0
Mar	-101,6	75,4	0,9	0,7	2,1	0,3	-0,1	-76,4	71,6	-12,9	2,2	-63,5	69,4	-28,2	-4,8	3,2
Abr	-92,6	110,9	0,2	-2,3	-5,5	-5,1	4,6	-65,7	83,1	-6,2	10,2	-59,5	72,9	-21,6	1,9	25,6

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	6,9	0,1	0,0	-0,6	1,4	-2,0	-1,7	0,0	-3,5	0,0
2005	-1,6	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
2004 IV	1,7	-0,3	3,4	0,0	0,0	0,0	-3,6	3,6	-0,2	0,0	-2,2	-0,1
2005 I	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	7,8	5,0	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,3
II	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
III	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
IV	-1,3	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-95,8	-9,6	-86,3	-2,3	4,2	28,4	0,2
2004	-256,3	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-39,5	-29,0	-10,5	-5,1	8,6	13,4	2,7
2005	-381,6	-4,1	475,0	2,0	-6,8	-164,0	-140,6	-23,4	-12,4	8,6	140,2	3,9
2004 IV	-75,6	1,8	59,0	-0,3	-0,2	1,3	-11,4	12,6	-1,9	2,4	3,9	-0,1
2005 I	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,7	-53,9	-24,5	-29,4	-2,7	3,0	7,0	5,2
II	-97,0	-0,1	43,8	1,2	-5,4	-43,1	-61,1	18,0	-2,1	1,1	62,8	1,3
III	-82,5	-5,2	120,2	2,7	2,0	-24,3	-5,4	-18,9	-6,6	0,5	22,1	-1,7
IV	-77,4	3,2	118,0	-4,7	-0,7	-42,7	-49,6	6,9	-1,0	4,0	48,2	-0,9

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles						Otros activos	
					Total	Efectivos y depósitos		Valores				Derivados financieros
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,4	18,3	-11,9	-0,1	0,0
2005	18,7	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	0,0
2004 IV	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	0,0	3,1	-2,6	-0,1	0,0
2005 I	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,3	-2,9	0,0	0,0
II	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,9	2,9	0,0	0,0
III	2,0	0,5	0,0	2,6	-1,1	1,6	0,9	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
IV	8,8	1,2	-0,1	3,0	4,6	-2,3	6,9	0,0	-2,0	2,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

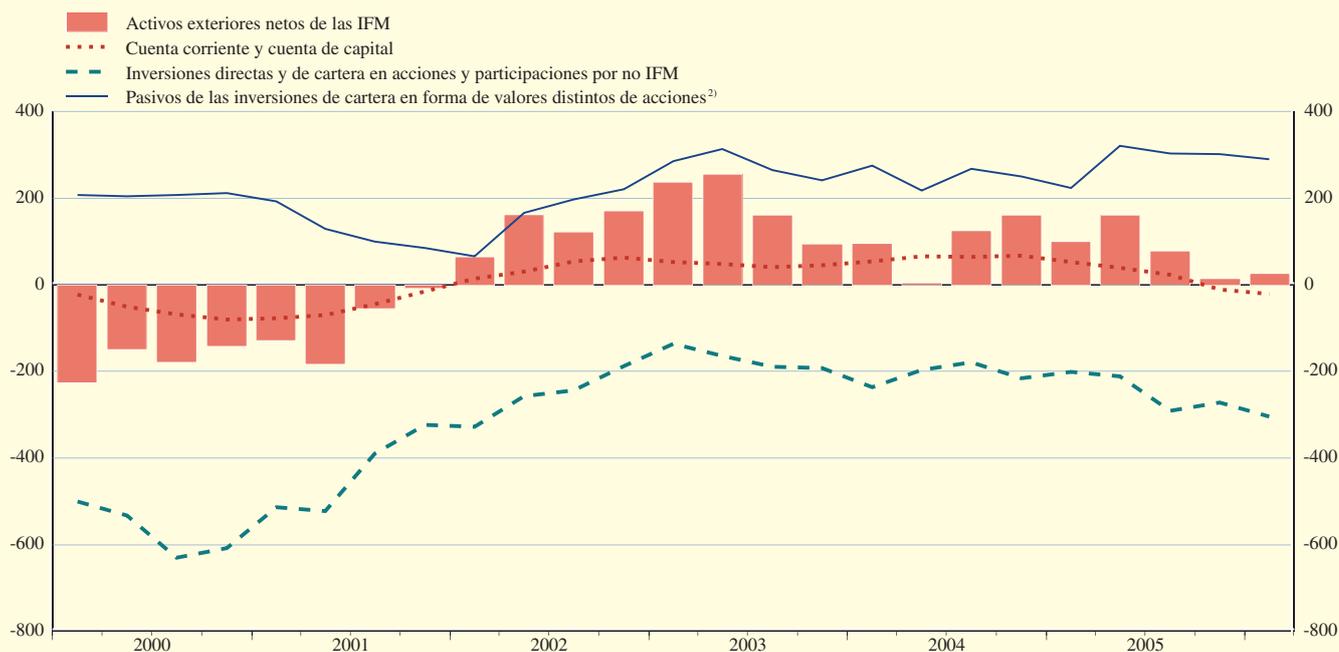
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	45,4	-145,3	134,8	-169,0	114,5	241,3	-99,7	29,3	-13,0	-44,1	94,2	94,2
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,9
2005	-10,1	-207,3	69,6	-290,6	236,7	301,4	-178,1	150,2	-13,6	-79,9	-21,7	13,9
2005 I	3,2	-38,9	17,1	-68,3	34,0	72,0	-52,1	15,6	-7,3	-22,1	-46,7	-24,6
II	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	64,5
III	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,0	-19,3
IV	-7,6	-30,8	20,8	-85,0	48,2	9,7	-46,8	49,3	-7,2	20,5	-28,8	-6,6
2006 I	-7,3	-35,9	25,6	-85,5	98,8	60,7	-77,3	14,9	-7,4	-29,5	-42,9	-13,0
2005 Abr	-10,2	-14,5	2,5	-15,5	-57,6	66,1	-21,1	41,9	-0,4	15,7	6,8	2,7
May	-1,3	7,2	-0,1	-27,5	10,7	33,7	-26,9	1,9	0,8	-40,3	-41,8	-39,1
Jun	4,3	-19,2	11,4	-19,2	46,2	78,9	-10,0	19,5	1,0	-17,7	94,9	100,8
Jul	3,8	-89,8	8,0	-31,0	118,4	2,8	-5,3	1,5	1,4	-4,8	5,1	0,5
Ago	-2,0	-11,1	-0,4	-22,6	25,0	0,2	-0,7	8,1	-0,7	1,6	-2,6	1,9
Sep	-0,4	-10,2	10,3	-21,5	11,9	38,0	-15,2	12,4	-1,2	-32,8	-8,5	-21,7
Oct	-5,9	-11,7	3,2	-21,6	-4,6	26,9	-6,7	4,9	-4,3	12,4	-7,5	-5,3
Nov	-4,7	-6,5	4,0	-37,5	11,5	2,2	-35,0	20,1	-0,4	-1,1	-47,4	-43,4
Dic	3,0	-12,6	13,7	-25,9	41,4	-19,4	-5,1	24,4	-2,5	9,2	26,1	42,1
2006 Ene	-8,7	1,6	4,2	-32,2	17,0	1,7	-32,5	3,8	-2,3	19,7	-27,7	2,1
Feb	0,6	-32,6	8,1	-34,1	26,7	27,8	-18,7	8,0	-3,0	-13,8	-31,0	-33,3
Mar	0,8	-4,9	13,3	-19,2	55,0	31,2	-26,1	3,1	-2,1	-35,4	15,8	18,1
Abr	-7,5	-10,5	9,8	-21,5	-14,1	26,1	-27,1	30,1	-5,8	4,3	-16,0	-4,8
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2006 Abr	-18,0	-200,3	85,4	-313,7	345,0	250,2	-209,3	137,7	-19,0	-98,7	-40,7	18,0

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

2) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional

(mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)					Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros	
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE						Instituciones de la UE
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.018,1	740,3	42,4	65,1	394,6	178,7	59,5	25,6	51,1	135,0	345,7	720,5
Bienes	1.218,6	421,9	28,7	44,5	206,2	142,4	0,2	15,5	33,6	68,4	181,8	497,4
Servicios	395,5	141,4	7,8	10,5	98,4	19,6	5,0	5,4	11,2	38,7	76,4	122,4
Renta	320,7	115,3	5,6	9,5	80,4	14,6	5,3	4,2	5,5	21,7	80,8	93,1
de la cual: rentas de la inversión	305,3	110,0	5,5	9,3	78,7	14,4	2,2	4,1	5,4	15,7	79,3	90,7
Tranferencias corrientes	83,4	61,7	0,4	0,6	9,5	2,1	49,0	0,5	0,8	6,2	6,7	7,6
Cuenta de capital	23,4	20,4	0,0	0,0	0,9	0,1	19,4	0,0	0,1	0,5	0,5	1,8
Pagos												
Cuenta corriente	2.040,7	658,9	35,4	62,2	318,5	148,8	94,0	19,7	78,9	127,5	315,5	840,1
Bienes	1.165,6	336,7	25,4	40,8	152,9	117,6	0,0	9,2	51,1	59,1	114,6	594,8
Servicios	361,1	114,5	6,3	8,6	76,2	23,2	0,2	5,4	7,4	30,0	78,5	125,3
Renta	362,2	107,8	3,2	11,9	81,3	6,4	5,0	3,6	20,1	33,1	113,6	83,9
de la cual: rentas de la inversión	353,0	102,8	3,1	11,8	80,2	2,6	5,0	3,5	20,0	32,4	112,6	81,6
Tranferencias corrientes	151,7	99,8	0,4	0,9	8,2	1,5	88,8	1,5	0,3	5,3	8,8	36,1
Cuenta de capital	10,9	1,1	0,0	0,1	0,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,5	0,5	8,6
Neto												
Cuenta corriente	-22,6	81,4	7,0	2,9	76,0	29,9	-34,5	5,8	-27,8	7,5	30,2	-119,6
Bienes	53,0	85,1	3,2	3,7	53,3	24,8	0,2	6,3	-17,6	9,2	67,2	-97,4
Servicios	34,3	26,8	1,4	1,9	22,3	-3,6	4,8	0,0	3,9	8,7	-2,1	-2,9
Renta	-41,5	7,5	2,4	-2,5	-0,9	8,1	0,3	0,6	-14,6	-11,3	-32,8	9,2
de la cual: rentas de la inversión	-47,7	7,3	2,3	-2,5	-1,5	11,7	-2,8	0,6	-14,6	-16,7	-33,3	9,1
Tranferencias corrientes	-68,3	-38,1	0,0	-0,3	1,4	0,6	-39,7	-1,1	0,5	0,9	-2,1	-28,5
Cuenta de capital	12,5	19,3	0,0	0,0	0,2	0,0	19,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	-6,8

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)					Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros	
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE							Instituciones de la UE
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-145,5	-109,6	-0,6	8,6	-113,1	-4,6	0,0	0,0	1,4	1,7	-0,2	-0,6	-38,2
En el exterior	-216,1	-147,5	-1,8	1,7	-128,5	-18,8	0,0	-5,3	-0,2	-6,8	-2,7	-8,0	-45,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-155,5	-122,1	-5,1	-3,1	-93,4	-20,5	0,0	-4,3	-0,7	-7,3	13,7	-4,4	-30,4
Otro capital	-60,7	-25,4	3,3	4,8	-35,1	1,7	0,0	-1,0	0,4	0,5	-16,4	-3,6	-15,2
En la zona del euro	70,7	37,9	1,2	7,0	15,4	14,2	0,0	5,3	1,6	8,5	2,5	7,4	7,4
Acc. y particip/ beneficios reinv.	43,6	25,7	0,4	4,3	20,7	0,3	0,0	4,0	1,0	0,6	1,1	6,8	4,5
Otro capital	27,1	12,2	0,9	2,6	-5,3	14,0	0,0	1,3	0,6	7,9	1,5	0,6	2,9

Fuente: BCE.

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional

(mm de euros)

3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-443,1	-179,9	-11,6	-11,2	-128,1	-18,9	-10,0	-9,2	-36,2	-5,5	-71,2	-60,5	-80,7
Acciones y participaciones	-140,4	-43,6	-1,9	-5,0	-33,5	-3,2	0,0	-3,5	-21,0	-4,4	-14,4	-16,2	-37,4
Valores distintos de acciones	-302,7	-136,3	-9,8	-6,2	-94,6	-15,7	-10,0	-5,7	-15,2	-1,1	-56,8	-44,2	-43,3
Bonos y obligaciones	-283,4	-110,4	-8,7	-5,7	-69,5	-16,1	-10,4	-6,0	-15,5	0,9	-77,6	-36,7	-38,2
Inst. del mercado monetario	-19,3	-26,0	-1,1	-0,5	-25,1	0,4	0,4	0,3	0,3	-2,0	20,8	-7,6	-5,1

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	67,8	35,9	-5,5	20,7	20,3	-13,8	14,1	-3,3	13,4	-4,8	15,4	-7,2	1,9	16,4
Activos	-565,5	-385,6	-15,2	14,9	-356,1	-27,4	-1,9	-6,3	0,1	-20,8	-26,0	-58,5	-2,8	-65,6
AAPP	5,1	-1,3	1,1	-0,3	-3,5	1,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,0	-1,6	7,7
IFM	-387,4	-231,1	-15,1	14,8	-202,7	-26,6	-1,5	-5,2	4,2	-15,6	-39,9	-43,2	-0,8	-55,9
Otros sectores	-183,2	-153,2	-1,1	0,4	-150,0	-2,1	-0,4	-1,1	-4,1	-5,1	13,5	-15,3	-0,4	-17,5
Pasivos	633,3	421,4	9,7	5,9	376,4	13,5	15,9	3,0	13,3	16,0	41,4	51,3	4,7	82,0
AAPP	-2,4	-1,0	0,0	0,0	-2,8	0,0	1,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,8
IFM	483,1	300,0	9,1	4,5	265,9	12,3	8,2	3,1	12,8	11,2	22,9	48,3	5,3	79,5
Otros sectores	152,6	122,4	0,6	1,3	113,3	1,3	5,9	-0,1	0,6	4,8	18,6	3,1	-0,2	3,4

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
En el exterior	2.265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Otro capital	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
En la zona del euro	2.231,9	1.032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Otro capital	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
Inversiones de cartera: activos	2.984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1.050,2	310,3	28,4	324,4
Acciones y participaciones	1.238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Valores distintos de acciones	1.745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Bonos y obligaciones	1.458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Inst. del mercado monetario	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
Otras inversiones	-195,9	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,4
Activos	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
AAPP	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Otros sectores	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Pasivos	3.136,2	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,5
AAPP	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,5	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,2
Otros sectores	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2001	-389,0	-5,6	422,9	-834,8	2,5	-372,3	392,7
2002	-703,6	-9,7	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,2	-12,2	33,1	-1.049,4	-14,8	-195,9	280,8
2005 III	-1.105,2	-13,8	216,2	-1.387,3	-22,4	-223,3	311,6
IV	-1.048,5	-13,1	233,4	-1.308,6	-17,6	-276,0	320,3
Activos: saldos vivos							
2001	7.758,3	110,8	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,5	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,4	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,4	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 III	10.139,3	126,8	2.520,9	3.547,6	218,1	3.541,1	311,6
IV	10.544,6	131,8	2.560,8	3.761,1	230,5	3.672,0	320,3
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.147,3	116,4	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,2	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,3	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.578,8	123,6	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,2	-
2005 III	11.244,6	140,6	2.304,7	4.934,8	240,6	3.764,4	-
IV	11.593,1	144,9	2.327,3	5.069,7	248,1	3.948,1	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	1.557,6	124,1	1.433,5	528,4	2,1	526,3	1.165,5	43,9	1.121,6	497,6	2,8	494,8
2002	1.547,4	133,3	1.414,1	461,4	1,6	459,7	1.293,1	42,1	1.251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1.702,8	125,9	1.577,0	449,2	1,4	447,8	1.526,9	46,6	1.480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1.825,7	139,9	1.685,9	439,3	1,2	438,1	1.642,1	46,1	1.596,0	589,9	3,4	586,5
2005 III	2.021,8	158,4	1.863,4	499,1	1,0	498,1	1.668,4	51,5	1.616,9	636,3	4,2	632,1
IV	2.045,4	159,2	1.886,2	515,3	0,9	514,5	1.688,6	49,3	1.639,3	638,7	4,6	634,1

3. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones											
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario						
	Activos					Activos					Pasivos						
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores			AAPP	Otros sectores				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
2001	0,6	38,5	6,7	1.068,8	1.643,9	2,0	424,8	8,2	783,5	1.517,4	2,8	135,1	0,2	41,8	186,5		
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5		
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5		
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6		
2005 III	2,9	96,6	22,0	1.377,6	2.307,5	7,3	661,7	9,8	1.057,4	2.300,5	0,8	249,3	6,2	56,0	326,9		
IV	2,9	105,4	24,0	1.517,0	2.440,4	6,7	694,9	9,9	1.084,8	2.313,5	0,8	255,1	0,3	59,4	315,7		

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	54,7	4,7	54,5	0,1	42,2	13,8	
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8	
2004	4,5	0,1	73,0	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5	
2005 III	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	54,9	45,1	9,8	42,3	0,0	42,4	2,4	
IV	5,3	0,2	80,1	0,2	1,3	57,1	46,2	10,9	42,9	0,0	40,6	2,5	

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	204,4	288,1	92,7	104,4	365,2	47,8	
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3	
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9	
2005 III	2.360,4	64,9	2.903,2	66,1	184,3	693,2	306,4	386,8	135,0	120,6	485,4	60,8	
IV	2.447,7	58,3	3.037,7	54,6	184,7	737,3	355,9	381,4	137,3	122,9	547,0	62,5	

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva								Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros			
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones	Instrum. del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	0,0	19,1	-12,8
2005 II	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,4	40,1	-0,3	0,0	23,4	-17,7
III	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,1	10,8	27,3	106,3	0,5	66,8	39,0	-0,2	0,0	24,0	-19,5
IV	320,3	163,4	375,861	4,3	10,6	141,9	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	0,0	0,0	25,6	-17,9
2006 Mar	327,1	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	-	-	-	0,1	0,0	27,7	-19,4
Abr	336,8	191,7	373,166	4,2	6,7	134,1	5,5	25,5	102,8	-	-	-	0,4	0,0	25,0	-17,0
May	333,2	188,3	370,982	4,2	6,2	134,6	4,9	25,0	104,0	-	-	-	0,6	0,0	25,9	-20,4
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 II	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
III	41,1	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	0,0	8,9	13,1	0,0	0,0	2,3	-1,5
IV	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 Mar	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,2	2,6	3,6	23,1	-	-	-	0,0	0,0	3,9	-0,5
Abr	41,7	11,9	23,145	0,2	0,0	29,7	2,2	5,8	21,7	-	-	-	-0,1	0,0	2,4	-0,5
May	41,3	10,8	21,312	0,2	0,0	30,3	1,2	6,3	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,0

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)						Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones 1	Impor- taciones 2	Total			Pro memoria: Manufacturas 7	Total			Pro memoria: Manufacturas 12	Petróleo 13			
			Bienes intermedios 3	Bienes de equipo 4	Bienes de consumo 5		Bienes intermedios 8	Bienes de equipo 9	Bienes de consumo 10					
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2002	2,0	-3,0	1.083,4	512,4	227,8	309,6	949,1	984,4	559,4	163,1	234,4	717,3	105,2	
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,3	222,8	300,5	925,0	990,6	554,0	164,0	240,9	716,3	109,0	
2004	8,9	9,4	1.147,4	547,6	246,9	313,4	997,4	1.075,1	604,5	183,5	256,1	769,9	129,5	
2005	7,4	12,3	1.237,0	586,4	265,2	329,4	1.068,6	1.213,3	692,6	201,4	272,1	842,2	180,9	
2004 IV	8,9	12,7	291,8	139,3	62,7	78,1	253,3	278,7	158,7	47,3	65,0	198,9	36,7	
2005 I	3,4	8,6	292,0	138,2	62,5	77,9	255,7	279,0	157,4	44,5	64,2	198,2	36,1	
II	6,2	10,8	302,4	144,0	63,7	80,8	258,9	292,0	165,9	49,5	66,0	201,9	40,5	
III	9,9	14,5	318,6	149,9	70,0	84,8	274,6	316,4	182,4	52,8	69,9	217,5	51,4	
IV	9,7	15,0	323,9	154,3	69,0	86,0	279,4	325,9	186,8	54,6	72,0	224,6	52,9	
2006 I	16,1	22,9	332,5	157,8	70,5	88,1	285,0	336,7	196,1	51,0	73,3	223,3	55,6	
2005 Nov	11,0	14,8	108,8	51,9	22,9	28,9	93,4	107,5	61,8	19,2	24,1	74,4	17,9	
Dic	11,3	18,3	110,4	52,6	23,8	29,1	95,8	112,6	65,1	17,9	24,5	77,8	17,2	
2006 Ene	14,6	23,5	110,3	51,9	23,8	29,1	95,0	111,4	64,5	17,1	24,5	74,3	18,2	
Feb	15,2	23,0	110,1	52,4	23,4	29,3	95,0	112,9	65,4	17,2	24,2	75,2	17,6	
Mar	18,1	22,2	112,0	53,5	23,3	29,7	94,9	112,4	66,1	16,7	24,6	73,8	19,8	
Abr	6,8	10,6	113,8	53,0	24,3	30,2	96,4	114,6	65,4	17,5	25,0	75,6	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,2	98,2	98,9	89,6	104,1	96,3	101,4	
2003	1,0	3,8	109,1	105,9	108,0	114,8	109,2	101,9	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9	
2004	9,1	6,7	118,3	115,4	121,2	119,8	118,3	108,0	104,2	107,8	118,5	107,5	105,7	
2005	4,4	4,2	123,9	118,8	128,6	123,2	124,1	113,0	105,9	119,1	122,8	115,2	107,4	
2004 IV	7,8	6,3	119,9	116,2	123,0	119,3	119,8	109,4	104,8	112,0	120,5	110,4	106,1	
2005 I	1,0	2,3	118,8	113,9	122,5	118,4	120,0	109,4	103,9	106,4	118,4	109,8	105,2	
II	4,1	5,0	122,1	117,8	123,9	121,8	121,0	111,7	105,0	118,4	121,4	111,7	103,1	
III	6,7	4,8	126,9	120,8	135,2	126,0	127,1	114,6	107,2	123,8	124,8	118,2	110,4	
IV	5,5	4,7	127,9	122,5	132,8	126,7	128,3	116,4	107,7	127,8	126,7	120,9	110,8	
2006 I	10,8	8,8	129,1	123,5	133,9	128,4	129,5	116,7	109,0	116,4	127,4	118,0	108,6	
2005 Nov	7,5	5,1	129,2	123,9	131,9	128,8	129,0	115,7	107,3	134,7	128,1	120,5	115,3	
Dic	6,1	5,4	130,1	124,4	136,9	128,1	131,3	119,1	110,7	126,2	128,0	124,7	104,7	
2006 Ene	9,0	7,7	128,7	122,0	135,4	127,3	129,6	116,2	108,5	116,8	127,5	117,9	109,2	
Feb	10,3	8,7	128,5	123,2	133,6	128,5	129,8	117,2	108,7	118,4	126,4	119,4	100,3	
Mar	12,8	9,8	130,0	125,2	132,7	129,5	129,1	116,6	109,9	114,0	128,4	116,7	116,3	
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000 = 100; tasa de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,5	
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0	
2004	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,6	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,5	
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,5	92,4	100,2	98,1	136,9	
2004 IV	1,0	6,0	97,0	97,4	94,2	99,5	96,5	99,4	102,5	92,3	97,7	96,8	112,7	
2005 I	2,3	6,2	98,0	98,5	94,4	100,1	97,3	99,6	102,5	91,4	98,1	96,9	111,9	
II	2,0	5,5	98,7	99,3	95,0	100,9	97,7	102,0	107,0	91,4	98,5	97,0	128,3	
III	3,0	9,2	100,1	100,8	95,7	102,4	98,6	107,7	115,2	93,3	101,3	98,8	151,6	
IV	4,0	9,9	100,9	102,3	96,2	103,3	99,4	109,2	117,4	93,5	102,9	99,7	155,7	
2006 I	4,7	13,0	102,7	103,8	97,3	104,4	100,5	112,6	121,7	95,8	104,1	101,6	167,1	
2005 Nov	3,3	9,2	100,7	102,2	96,2	102,5	99,1	108,8	117,1	93,6	102,1	99,5	152,3	
Dic	4,9	12,2	101,5	103,0	96,5	103,8	99,9	110,7	119,4	93,0	104,1	100,5	161,1	
2006 Ene	5,1	14,7	102,5	103,7	97,5	104,4	100,4	112,2	120,7	96,2	104,2	101,6	162,5	
Feb	4,4	13,1	102,5	103,7	97,1	104,3	100,3	112,9	122,1	95,1	104,2	101,4	172,1	
Mar	4,7	11,3	103,0	104,1	97,5	104,7	100,7	112,8	122,2	96,1	104,1	101,9	166,7	
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (índices de comercio en términos reales y desestacionalización de índices de valor unitario).

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2002	1.083,4	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,3
2003	1.060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,4	59,5	37,9	100,9
2004	1.147,4	25,7	41,8	203,9	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,4
2005	1.237,0	28,6	44,9	202,8	141,9	43,0	70,2	34,6	184,9	43,6	34,1	165,7	72,8	46,7	123,3
2004 IV	291,8	6,7	10,7	51,3	32,7	9,2	17,1	7,7	43,7	10,0	8,2	37,8	15,9	10,5	30,3
2005 I	292,0	6,7	10,9	49,8	33,1	9,8	17,4	8,0	43,4	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	27,0
II	302,4	7,0	11,2	49,9	34,0	10,6	16,9	8,2	45,5	10,1	8,4	40,5	17,2	11,2	31,8
III	318,6	7,3	11,4	51,4	36,1	11,3	17,9	9,0	47,1	11,4	8,5	43,9	19,3	12,3	31,7
IV	323,9	7,6	11,4	51,7	38,8	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,7	42,3	19,2	12,3	32,8
2006 I	332,5	7,5	11,5	52,6	40,6	12,1	17,8	9,8	50,4	12,5	8,8	43,8	19,0	13,3	32,8
2005 Nov	108,8	2,6	3,8	17,6	12,8	3,9	5,9	2,9	16,3	3,9	2,9	14,2	6,4	4,2	11,4
Dic	110,4	2,5	3,9	17,4	13,4	3,7	6,2	3,4	16,7	4,2	3,0	14,4	6,7	4,0	10,8
2006 Ene	110,3	2,5	3,8	17,7	13,4	4,0	6,1	3,2	16,9	4,1	3,0	14,5	6,3	4,6	10,5
Feb	110,1	2,5	3,8	17,3	13,7	4,0	5,9	3,3	16,7	4,2	3,0	14,8	6,5	4,4	10,0
Mar	112,0	2,5	3,8	17,6	13,5	4,1	5,9	3,3	16,8	4,2	2,8	14,5	6,2	4,3	12,3
Abr	113,8	.	.	.	.	4,0	6,0	3,2	16,5	4,2	2,7	15,2	6,3	4,4	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	10,0
Importaciones (c.i.f.)															
2002	984,4	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,8	67,8	39,4	80,8
2003	990,6	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	140,7	68,9	39,8	85,6
2004	1.075,1	25,3	39,6	144,0	107,2	56,4	53,5	22,8	113,8	92,1	53,9	162,9	72,8	45,1	85,8
2005	1.213,3	25,3	41,9	150,6	116,6	73,1	58,1	24,8	120,6	117,7	52,8	188,0	95,0	52,8	95,8
2004 IV	278,7	6,5	10,2	36,6	27,3	15,9	13,8	6,1	28,8	25,2	13,4	42,8	19,8	11,6	20,6
2005 I	279,0	6,1	10,0	36,0	27,1	16,5	13,5	6,3	28,8	26,3	12,9	41,1	20,2	12,1	22,2
II	292,0	6,4	10,3	36,7	28,8	17,5	14,4	5,8	30,1	27,8	12,6	46,6	21,9	12,1	20,8
III	316,4	6,3	10,6	38,8	29,9	18,9	15,0	6,1	30,8	31,1	13,6	49,4	26,8	13,9	25,1
IV	325,9	6,5	11,0	39,0	30,8	20,1	15,1	6,6	30,9	32,5	13,8	50,8	26,2	14,8	27,7
2006 I	336,7	6,7	11,4	40,3	32,1	23,7	15,0	6,8	31,7	33,5	13,8	52,5	26,7	15,5	27,0
2005 Nov	107,5	2,1	3,7	13,2	10,2	6,5	5,0	2,2	10,2	10,7	4,6	17,0	9,1	5,0	8,0
Dic	112,6	2,2	3,7	13,1	10,5	7,0	5,1	2,4	10,5	11,5	4,8	17,2	8,8	5,1	10,6
2006 Ene	111,4	2,3	3,8	13,2	10,5	7,7	5,1	2,2	10,6	11,2	4,6	18,2	8,6	5,1	8,3
Feb	112,9	2,1	3,8	13,4	11,1	7,7	5,0	2,3	10,6	11,1	4,7	17,4	9,2	5,2	9,4
Mar	112,4	2,3	3,8	13,7	10,5	8,2	5,0	2,4	10,5	11,2	4,4	17,0	9,0	5,2	9,3
Abr	114,6	.	.	.	.	7,8	5,0	2,6	10,4	11,2	4,3	16,7	8,6	5,1	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,4	9,6	6,0	4,8	2,1	10,0	9,7	4,4	15,5	7,8	4,3	7,9
Saldo															
2002	99,0	2,3	1,5	56,0	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,8	-19,6	-2,4	-8,3	4,0	19,5
2003	69,4	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-5,2	-9,4	-1,8	15,3
2004	72,3	0,5	2,2	59,9	20,9	-20,8	12,6	9,0	59,9	-51,8	-20,8	-13,0	-9,0	-4,8	27,6
2005	23,8	3,3	2,9	52,2	25,3	-30,1	12,1	9,8	64,3	-74,1	-18,8	-22,3	-22,3	-6,1	27,5
2004 IV	13,1	0,2	0,5	14,6	5,4	-6,7	3,3	1,5	14,9	-15,2	-5,2	-5,0	-3,9	-1,2	9,8
2005 I	13,0	0,6	0,9	13,8	6,0	-6,8	4,0	1,7	14,6	-16,0	-4,5	-2,1	-3,0	-1,1	4,9
II	10,5	0,6	0,9	13,2	5,2	-6,9	2,5	2,4	15,4	-17,8	-4,2	-6,2	-4,7	-0,9	11,0
III	2,3	1,1	0,8	12,6	6,2	-7,6	2,8	2,9	16,4	-19,7	-5,0	-5,5	-7,5	-1,6	6,5
IV	-2,0	1,0	0,4	12,6	8,0	-8,9	2,9	2,8	17,9	-20,6	-5,1	-8,5	-7,0	-2,6	5,1
2006 I	-4,2	0,8	0,1	12,3	8,5	-11,6	2,8	3,0	18,6	-21,0	-5,0	-8,8	-7,7	-2,2	5,9
2005 Nov	1,3	0,4	0,1	4,4	2,6	-2,6	0,9	0,7	6,1	-6,9	-1,7	-2,8	-2,7	-0,7	3,4
Dic	-2,2	0,3	0,2	4,3	3,0	-3,3	1,1	1,1	6,2	-7,3	-1,8	-2,9	-2,1	-1,1	0,2
2006 Ene	-1,0	0,2	0,0	4,4	2,9	-3,8	1,0	1,0	6,2	-7,1	-1,6	-3,7	-2,3	-0,5	2,2
Feb	-2,8	0,4	0,0	3,9	2,6	-3,7	0,9	1,0	6,0	-6,9	-1,7	-2,5	-2,7	-0,8	0,7
Mar	-0,3	0,2	0,1	4,0	3,0	-4,1	0,9	0,9	6,4	-6,9	-1,6	-2,5	-2,7	-0,9	3,0
Abr	-0,9	.	.	.	.	-3,7	1,1	0,7	6,1	-7,0	-1,6	-1,5	-2,3	-0,6	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo y columnas 5, 12 y 15).

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	99,9	101,7	102,2	101,2	96,0	99,3	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,2	104,9	100,6	103,4	111,0	105,4
2005	102,9	105,1	103,6	104,2	98,5	101,4	109,5	103,5
2005 II	103,4	105,6	104,2	104,6	99,0	102,1	110,1	104,1
III	101,9	104,1	102,4	103,0	97,2	100,1	108,3	102,3
IV	100,9	103,1	101,1	102,4	96,2	99,3	107,2	101,1
2006 I	101,2	103,5	102,1	102,5	96,5	99,5	107,2	101,0
II	103,5	105,7	104,5	-	-	-	109,9	103,5
2005 Jun	101,2	103,5	102,1	-	-	-	107,6	101,9
Jul	101,7	103,8	102,3	-	-	-	108,0	102,0
Ago	102,3	104,4	102,8	-	-	-	108,7	102,7
Sep	101,8	103,9	101,9	-	-	-	108,2	102,2
Oct	101,4	103,5	101,5	-	-	-	107,8	101,6
Nov	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8
Dic	100,7	103,0	101,0	-	-	-	106,9	100,9
2006 Ene	101,4	103,6	101,9	-	-	-	107,5	101,3
Feb	100,7	103,0	101,8	-	-	-	106,6	100,4
Mar	101,5	103,8	102,6	-	-	-	107,4	101,2
Abr	102,7	105,1	103,8	-	-	-	108,6	102,4
May	103,8	106,0	104,9	-	-	-	110,3	103,7
Jun	103,9	106,2	105,0	-	-	-	110,9	104,2
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2006 Jun	0,2	0,2	0,1	-	-	-	0,5	0,5
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2006 Jun	2,7	2,6	2,8	-	-	-	3,0	2,3

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

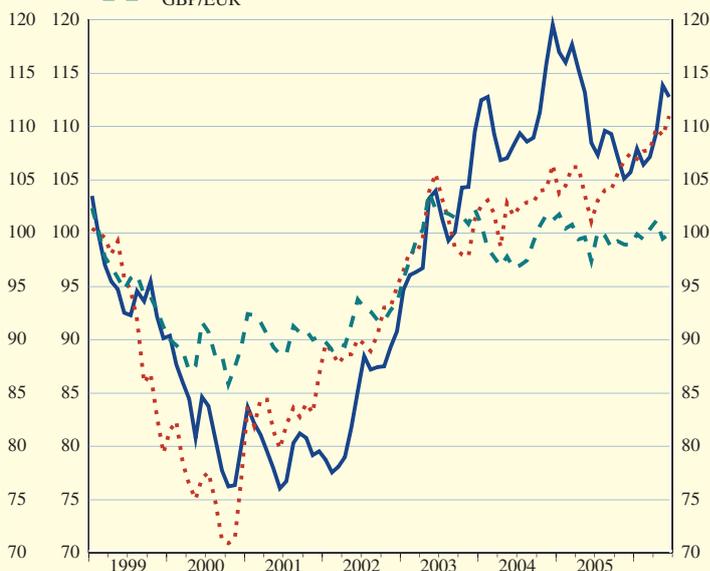
— TCE-23 nominal
 - - - TCE-23 real deflactado por el IPC



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 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2005 IV	7,4586	9,4731	0,67996	1,1884	139,41	1,5472	1.231,69	9,2157	2,0065	1,3956	7,8785	1,5983
2006 I	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1.173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
II	7,4581	9,2979	0,68778	1,2582	143,81	1,5631	1.194,34	9,7618	1,9989	1,4108	7,8314	1,6838
2005 Dic	7,4541	9,4316	0,67922	1,1856	140,58	1,5479	1.212,30	9,1927	1,9855	1,3778	7,9737	1,5979
2006 Ene	7,4613	9,3111	0,68598	1,2103	139,82	1,5494	1.190,02	9,3851	1,9761	1,4025	8,0366	1,6152
Feb	7,4641	9,3414	0,68297	1,1938	140,77	1,5580	1.157,96	9,2640	1,9448	1,3723	8,0593	1,6102
Mar	7,4612	9,4017	0,68935	1,2020	140,96	1,5691	1.171,84	9,3270	1,9486	1,3919	7,9775	1,6540
Abr	7,4618	9,3346	0,69463	1,2271	143,59	1,5748	1.168,67	9,5182	1,9643	1,4052	7,8413	1,6662
May	7,4565	9,3310	0,68330	1,2770	142,70	1,5564	1.202,04	9,9019	2,0133	1,4173	7,7988	1,6715
Jun	7,4566	9,2349	0,68666	1,2650	145,11	1,5601	1.207,64	9,8210	2,0129	1,4089	7,8559	1,7104
	% variación sobre mes anterior											
2006 Jun	0,0	-1,0	0,5	-0,9	1,7	0,2	0,5	-0,8	0,0	-0,6	0,7	2,3
	% variación sobre año anterior											
2006 Jun	0,2	-0,3	2,6	4,0	9,8	1,4	-1,9	3,8	-1,0	-6,8	-0,5	7,7
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Nuevo leu rumano ¹⁾ 24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2005 IV	29,304	15,6466	0,57339	0,6965	3,4528	251,84	0,4293	3,9152	239,51	38,494	1,9558	3,6379
2006 I	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
II	28,378	15,6466	0,57538	0,6960	3,4528	266,83	0,4293	3,9482	239,63	37,690	1,9558	3,5172
2005 Dic	28,972	15,6466	0,57346	0,6967	3,4528	252,68	0,4293	3,8501	239,51	37,872	1,9558	3,6589
2006 Ene	28,722	15,6466	0,57376	0,6960	3,4528	250,71	0,4293	3,8201	239,49	37,492	1,9558	3,6449
Feb	28,407	15,6466	0,57436	0,6961	3,4528	251,57	0,4293	3,7941	239,49	37,390	1,9558	3,5393
Mar	28,650	15,6466	0,57530	0,6961	3,4528	260,85	0,4293	3,8837	239,55	37,478	1,9558	3,5074
Abr	28,501	15,6466	0,57613	0,6960	3,4528	265,47	0,4293	3,9177	239,60	37,374	1,9558	3,4892
May	28,271	15,6466	0,57510	0,6960	3,4528	262,37	0,4293	3,8954	239,63	37,578	1,9558	3,5072
Jun	28,386	15,6466	0,57504	0,6960	3,4528	272,39	0,4293	4,0261	239,65	38,062	1,9558	3,5501
	% variación sobre mes anterior											
2006 Jun	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	0,0	3,4	0,0	1,3	0,0	1,2
	% variación sobre año anterior											
2006 Jun	-5,5	0,0	0,2	0,0	0,0	9,4	0,0	-0,9	0,1	-1,2	0,0	-
	Yuan renminbi chino ²⁾ 25	Kuna croata ²⁾ 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia ²⁾ 28	Ringgit malasio ²⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino ²⁾ 31	Rublo ruso ²⁾ 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés ²⁾ 34	Nueva lira turca ³⁾ 35	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694,851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2005 IV	9,6057	7,3831	73,86	11.875,37	4,4881	1,7124	64,821	34,1294	7,7706	48,780	1,6132	
2006 I	9,6793	7,3426	78,43	11.178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
II	10,0815	7,2786	92,72	11.479,67	4,5853	2,0172	65,819	34,1890	8,1745	47,981	1,8473	
2005 Dic	9,5746	7,3882	75,36	11.675,40	4,4796	1,7072	63,454	34,1538	7,5439	48,731	1,6038	
2006 Ene	9,7630	7,3772	74,58	11.472,89	4,5425	1,7616	63,590	34,3284	7,3811	47,965	1,6158	
Feb	9,6117	7,3191	76,57	11.048,98	4,4487	1,7741	61,776	33,6802	7,3079	47,014	1,5830	
Mar	9,6581	7,3300	83,74	11.009,15	4,4514	1,8956	61,499	33,4973	7,5171	46,836	1,6071	
Abr	9,8361	7,3111	91,94	10.956,51	4,4918	1,9733	63,077	33,7987	7,4656	46,619	1,6381	
May	10,2353	7,2731	91,69	11.536,41	4,6107	2,0240	66,622	34,5386	8,0859	48,534	1,8400	
Jun	10,1285	7,2575	94,38	11.850,97	4,6364	2,0462	67,259	34,1587	8,8431	48,541	2,0258	
	% variación sobre mes anterior											
2006 Jun	-1,0	-0,2	2,9	2,7	0,6	1,1	1,0	-1,1	9,4	0,0	10,1	
	% variación sobre año anterior											
2006 Jun	0,6	-0,8	19,0	1,1	0,3	19,1	0,1	-1,5	7,6	-2,5	22,3	

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2005 III	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,8	2,3	2,2	0,9	2,4
IV	2,2	2,0	4,0	1,9	7,5	3,0	3,2	3,5	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
2006 I	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
2006 Ene	2,4	2,0	4,7	2,0	7,6	3,5	2,5	2,4	0,9	2,6	4,1	1,1	1,9
Feb	2,4	2,1	4,5	2,3	7,0	3,4	2,3	2,3	0,9	2,3	4,3	1,1	2,0
Mar	2,4	1,8	4,0	2,6	6,6	3,1	2,4	2,9	0,9	2,0	4,3	1,5	1,8
Abr	2,3	1,8	4,3	2,5	6,1	3,4	2,4	3,5	1,2	2,8	4,4	1,8	2,0
May	2,8	2,1	4,6	2,5	7,1	3,6	2,9	3,5	1,5	3,4	4,8	1,9	2,2
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2003	-6,6	1,0	2,4	-6,3	-1,2	-1,2	-6,4	-10,2	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	1,5	-4,1	-0,9	-1,5	-5,4	-5,1	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,3
2005	-2,6	4,9	1,6	-2,4	0,2	-0,5	-6,1	-3,3	-2,5	-1,8	-2,9	2,9	-3,6
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2003	30,0	44,4	6,0	69,7	14,4	21,2	56,7	71,3	43,9	29,1	42,7	51,8	39,0
2004	30,6	42,6	5,4	71,7	14,6	19,5	57,1	76,2	41,9	29,5	41,6	50,5	40,8
2005	30,5	35,8	4,8	70,3	11,9	18,7	58,4	74,7	42,5	29,1	34,5	50,3	42,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2005 Dic	3,61	3,35	-	4,09	3,59	3,79	6,89	4,39	5,16	3,69	3,62	3,37	4,27
2006 Ene	3,39	3,31	-	3,96	3,60	3,62	6,66	4,39	4,95	3,73	3,59	3,33	3,97
Feb	3,41	3,48	-	3,96	3,60	3,53	6,71	4,38	4,79	3,72	3,75	3,42	4,05
Mar	3,58	3,70	-	3,97	3,60	3,75	7,00	4,35	4,79	3,80	4,01	3,55	4,19
Abr	3,85	3,98	-	4,07	3,60	3,92	7,00	4,19	5,03	3,73	4,27	3,84	4,37
May	3,93	4,02	-	4,07	3,60	4,13	6,85	4,24	5,27	3,73	4,50	3,89	4,49
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2005 Dic	2,17	2,48	2,59	3,47	3,16	2,53	6,21	3,22	4,62	4,00	3,12	1,89	4,64
2006 Ene	2,14	2,52	2,61	3,42	4,03	2,56	6,02	3,20	4,49	4,00	3,17	2,03	4,60
Feb	2,00	2,66	2,62	3,24	4,03	2,61	-	3,18	4,26	3,84	3,34	2,11	4,58
Mar	2,08	2,85	2,87	3,19	3,97	2,75	-	3,20	4,12	3,53	3,75	2,23	4,59
Abr	2,11	2,92	2,91	3,22	3,91	2,84	6,26	3,24	4,14	3,50	3,86	2,27	4,63
May	2,12	2,98	2,92	3,22	4,48	2,90	-	3,24	4,15	3,50	3,96	2,31	4,70
PIB real													
2004	4,2	1,9	7,8	3,9	8,6	7,0	5,2	-0,5	5,3	4,2	5,4	3,7	3,1
2005	6,1	3,1	9,8	3,8	10,2	7,5	4,1	2,4	3,3	3,9	6,1	2,7	1,8
2005 III	5,9	4,4	10,4	4,0	11,4	8,1	4,4	6,7	3,6	4,0	6,3	2,9	1,9
IV	6,9	3,4	11,5	3,6	10,6	8,1	4,2	2,0	4,7	5,0	7,4	3,1	1,8
2006 I	7,4	3,4	11,1	.	13,1	7,9	4,3	-1,3	4,6	4,7	6,3	3,9	2,2
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2004	-6,6	2,4	-12,2	-4,9	-11,9	-6,4	-8,3	-6,0	-3,9	-2,5	-3,3	6,9	-1,9
2005	-1,9	3,0	-9,9	-5,3	-11,3	-5,6	-6,5	-7,8	-1,1	-1,5	-8,6	6,2	-2,4
2005 III	-4,1	4,6	-8,9	4,9	-11,1	-6,4	-7,4	6,6	-1,3	0,6	-4,7	6,8	-3,7
IV	-2,4	1,9	-8,5	-19,7	-13,8	-5,2	-5,2	-20,8	-1,3	-4,9	-14,9	5,5	-2,6
2006 I	0,4	-1,6	-13,4	.	.	.	.	-12,6	.	-2,2	.	8,2	.
Costes laborales unitarios													
2004	1,8	0,2	3,0	-	7,2	1,0	5,2	-	-1,5	3,8	3,2	-0,6	2,1
2005	-0,6	1,2	3,7	-	5,4	3,8	.	-	-0,4	.	1,3	1,4	.
2005 III	0,6	-1,0	4,1	-	.	2,9	-	-	-0,4	-	1,1	0,6	.
IV	-1,3	1,1	5,6	-	.	6,8	-	-	-0,4	-	1,2	2,6	.
2006 I	-0,6	1,0	5,1	-	.	.	-	-	.	-	3,7	-1,3	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,7	10,4	11,4	6,1	7,3	19,0	6,3	18,2	7,7	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,3	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	6,5	16,3	7,8	4,7
2005 IV	7,8	4,1	7,3	5,4	8,0	7,0	7,5	7,5	17,1	6,8	15,8	7,7	5,0
2006 I	7,7	4,2	5,6	5,4	8,0	6,5	7,5	8,1	16,9	6,4	15,3	7,8	5,1
II	.	.	.	.	.	.	7,3	.	.	.	.	.	.
2006 Feb	7,8	4,3	5,6	5,4	7,9	6,5	7,6	8,1	16,8	6,4	15,3	7,7	5,1
Mar	7,7	4,2	5,3	5,5	7,8	6,3	7,4	8,3	16,8	6,4	15,3	7,8	5,2
Abr	7,5	4,0	5,1	6,6	7,8	5,9	7,4	8,4	16,5	6,5	15,5	.	.
May	7,4	3,9	4,9	6,8	7,7	5,6	7,3	8,3	16,4	6,5	15,5	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	7,3	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

1) Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

9.2 En Estados Unidos y Japón

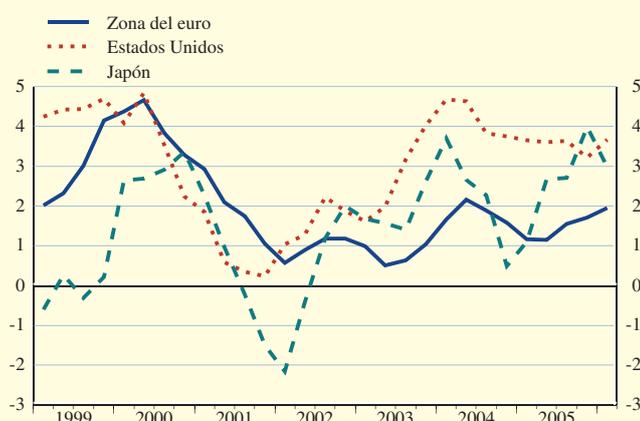
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2002	1,6	0,6	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	2,5	2,7	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	3,4	1,7	3,5	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	-3,8	49,0
2005 II	2,9	3,0	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
III	3,8	2,2	3,6	3,1	5,0	5,8	3,77	4,21	1,2199	-4,4	48,6
IV	3,7	-0,8	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,7	49,0
2006 I	3,6	-1,8	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,9	49,6
II	.	.	.	.	.	.	5,21	5,07	1,2582	.	.
2006 Feb	3,6	-	-	4,2	4,8	8,1	4,76	4,56	1,1938	-	-
Mar	3,4	-	-	5,2	4,7	8,5	4,92	4,72	1,2020	-	-
Abr	3,5	-	-	5,9	4,7	8,7	5,07	4,99	1,2271	-	-
May	4,2	-	-	5,4	4,6	9,2	5,18	5,10	1,2770	-	-
Jun	.	-	-	.	.	.	5,38	5,10	1,2650	-	-
Japón											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,3	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,6	1,1	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 II	-0,1	0,9	2,7	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
III	-0,3	0,3	2,7	-0,2	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	-0,5	-2,1	4,0	3,0	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	0,4	-1,6	3,5	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,21	1,90	143,81	.	.
2006 Feb	0,4	-2,2	-	3,9	4,1	1,8	0,07	1,57	140,77	-	-
Mar	0,3	-1,5	-	3,1	4,1	1,4	0,10	1,70	140,96	-	-
Abr	0,4	.	-	3,6	4,1	1,7	0,11	1,91	143,59	-	-
May	0,6	.	-	4,2	4,0	1,4	0,19	1,91	142,70	-	-
Jun	.	.	-	.	.	.	0,32	1,87	145,11	-	-

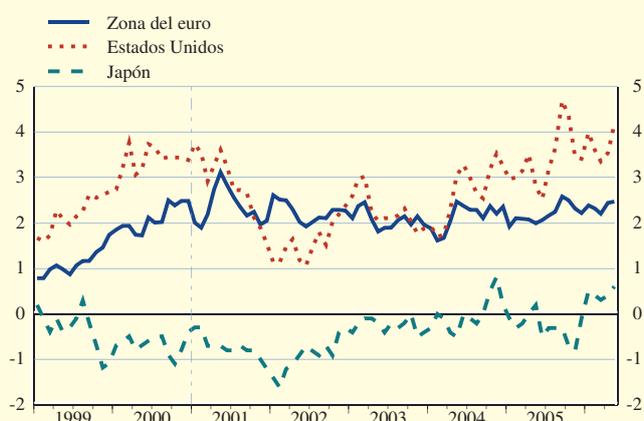
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

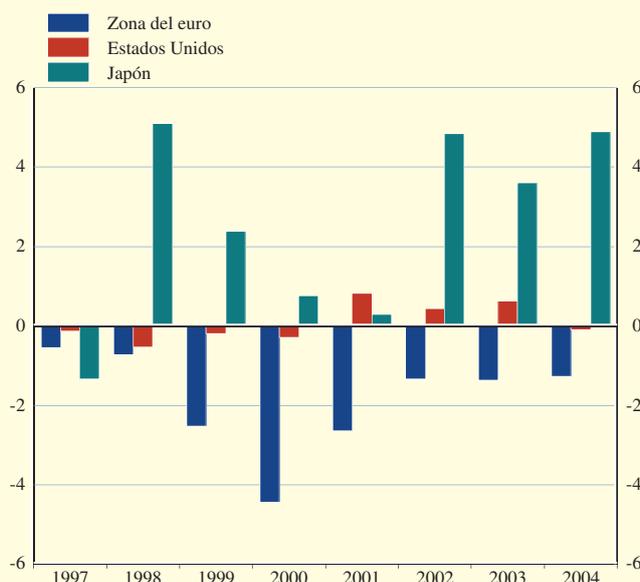
- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

9.2 En Estados Unidos y Japón
(en porcentaje del PIB)

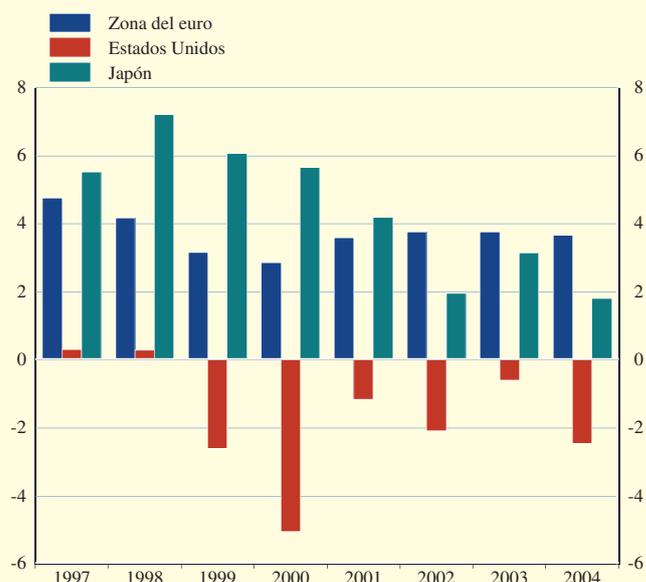
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,1	13,0	4,5	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,1	0,3	13,3	8,4	11,3	9,0
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,2	8,0	4,2	0,3	13,5	7,1	11,0	9,6
2005	13,4	20,1	-6,3	7,4	7,3	2,3	8,2	2,2	-0,6	13,7	4,6	9,5	9,5
2004 II	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,0	8,1	2,7	-0,5	13,6	6,5	10,7	9,2
2004 III	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	4,1	8,4	4,0	-0,1	13,6	6,8	10,9	8,9
2004 IV	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,1	7,3	5,1	0,8	13,6	8,2	11,4	10,7
2005 I	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	2,5	7,7	3,1	0,3	13,7	4,8	10,0	8,4
2005 II	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,3	8,1	2,1	-0,1	13,9	4,6	9,4	10,1
2005 III	13,6	19,9	-5,9	7,2	7,4	2,4	8,6	1,7	-1,7	13,8	5,1	9,9	10,4
2005 IV	13,2	20,5	-6,9	7,7	7,4	2,1	8,3	2,0	-1,0	13,5	4,0	8,8	9,0
2006 I	13,8	20,7	-6,7	7,8	7,5	2,1	8,5	2,1	-0,6	13,7	6,6	8,4	10,8
Japón													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,2	7,7	-2,1
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,3	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,6	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	1,5	1,2	.	2,9	.	0,7
2004 II	21,4	20,2	3,6	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	7,9	.	-6,2
2004 III	23,9	22,9	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
2004 IV	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 I	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
2005 II	.	23,7	.	.	.	-15,3	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
2005 III	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
2005 IV	.	23,9	.	.	.	15,9	.	16,2	3,1	.	15,8	.	3,5
2006 I	.	23,7	.	.	.	9,2	.	-2,4	-2,2	.	-7,2	.	5,5

C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras
(en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Economic and Social Research Institute.

- 1) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.
- 3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C21	Nuevos depósitos a plazo	S38
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C30	Cuenta corriente	S55
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C32	Bienes	S56
C33	Servicios	S56
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C35	Tipos de cambio efectivos	S67
C36	Tipos de cambio bilaterales	S67
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C38	Índices de precios de consumo	S70
C39	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C40	Capacidad de financiación de los hogares	S71



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 2001. 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.int).

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 EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³.

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 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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.

Si T_t representa las operaciones en el trimestre t y L_t el saldo vivo a fin del trimestre t , la tasa de crecimiento del trimestre t se calcula como:

$$j) \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

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

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.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véase 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 núm. 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.

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 saldos nominales. 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 nominales en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

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:

$$l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. 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

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.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). 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 estacio-

nal. 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 S74). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y rentas, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int.

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. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de julio de 2006.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página, en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que

entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada 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 operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona

del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona el euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la

sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos 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 FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públi-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

cas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

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 las estadísticas.

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». La emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales 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 me-

dia 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 la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese

momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (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 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.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a

las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química,

de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 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) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE

en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2005), 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 (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emiti-

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

dos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro

últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información so-

bre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una

apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 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-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. 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 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 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 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004, Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.

de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

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.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005



Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2005. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre abril y junio del 2006. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

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.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2004», abril 2005.

«Informe Anual 2005», abril 2006.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.

«Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.

«Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.

«La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.

«Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.

«Evolución del gobierno corporativo», mayo 2005.

«El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.

«La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.

«Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.

«La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.

«El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.

«Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.

«Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.

«Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 2005.

«El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.

«Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.

«Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«Hedge funds: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.



STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.
- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, diciembre 2005.

- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.
- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y J. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 600 «A speed limit monetary policy rule for the euro area», por L. Stracca, abril 2006.
- 601 «Excess burden and the cost of inefficiency in public services provision», por A. Afonso y V. Gaspar, abril 2006.
- 602 «Job flow dynamics and firing restrictions: evidence from Europe», por J. Messina y G. Vallanti, abril 2006.
- 603 «Estimating multi-country VAR models», por F. Canova y M. Ciccarelli, abril 2006.
- 604 «A dynamic model of settlement», por T. V. Koepl, C. Monnet y T. Temzelides, abril 2006.
- 605 «(Un)Predictability and macroeconomic stability», por A. D'Agostino, D. Giannone y P. Surico, abril 2006.
- 606 «Measuring the importance of the uniform nonsynchronization hypothesis», por D. Dias, C. R. Marques y J. M. C. Santos Silva, abril 2006.
- 607 «Price setting behaviour in the Netherlands: results of a survey», por M. Hoeberichts y A. Stokman, abril 2006.
- 608 «How does information affect the comovement between interest rates and exchange rates?», por M. Sánchez, abril 2006.
- 609 «The elusive welfare economics of price stability as a monetary policy objective: why New Keynesian central bankers should validate core inflation», por W. H. Buiter, abril 2006.
- 610 «Real-time model uncertainty in the United States: the Fed from 1996-2003», por R. J. Tetlow y B. Ironside, abril 2006.
- 611 «Monetary policy, determinacy, and learnability in the open economy», por J. Bullard y E. Schaling, abril 2006.
- 612 «Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model», por S. Schmitt-Grohé y M. Uribe, abril 2006.
- 613 «Welfare-based monetary policy rules in an estimated DSGE model of the US economy», por M. Juillard, P. Karam, D. Laxton y P. Pesenti, abril 2006.
- 614 «Expenditure switching vs. real exchange rate stabilization: competing objectives for exchange rate policy», por M. B. Devereux y C. Engel, abril 2006.
- 615 «Quantitative goals for monetary policy», por A. Fatás, I. Mihov y A. K. Rose, abril 2006.
- 616 «Global financial transmission of monetary policy shocks», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, abril 2006.

- 617 «New survey evidence on the pricing behaviour of Luxembourg firms», por P. Lünemann y T. Y. Mathä, mayo 2006.
- 618 «The patterns and determinants of price setting in the Belgian industry», por D. Cornille y M. Dossche, mayo 2006.
- 619 «Cyclical inflation divergence and different labor market institutions in the EMU», por A. Campolmi y E. Faia, mayo 2006.
- 620 «Does fiscal policy matter for the trade account? A panel cointegration study», por K. Funke y C. Nickel, mayo 2006.
- 621 «Assessing predetermined expectations in the standard sticky-price model: a Bayesian approach», por P. Welz, mayo 2006.
- 622 «Short-term forecasts of euro area real GDP growth: an assessment of real-time performance based on vintage data», por Marie Diron, mayo 2006.
- 623 «Human capital, the structure of production, and growth», por A. Ciccone y E. Papaioannou, mayo 2006.
- 624 «Foreign reserves management subject to a policy objective», por J. Coche, M. Koivu, K. Nyholm y V. Poikonen, mayo 2006.
- 625 «Sectoral explanations of employment in Europe: the role of services», por A. D'Agostino, R. Serafini y M. Ward-Warmedinger, mayo 2006.
- 626 «Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union», por R. A. De Santis y B. Gérard, mayo 2006.
- 627 «Euro area banking sector integration: using hierarchical cluster analysis techniques», por C. K. Sørensen y J. M. Puigvert Gutiérrez, mayo 2006.
- 628 «Long-run money demand in the new EU Member States with exchange rate effects», por C. Dreger, H.-E. Reimers y B. Roffia, mayo 2006.
- 629 «A market microstructure analysis of foreign exchange intervention», por P. Vitale, mayo 2006.
- 630 «Implications of monetary union for catching-up member states», por M. Sánchez, mayo 2006.
- 631 «Which news moves the euro area bond market?», por M. Andersson, L. J. Hansen y S. Sebestyén, mayo 2006.
- 632 «Does information help recovering structural shocks from past observations?», por D. Giannone y L. Reichlin, mayo 2006.
- 633 «Nowcasting GDP and inflation: the real-time informational content of macroeconomic data», por D. Giannone, L. Reichlin y D. H. Small, mayo 2006.
- 634 «Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach», por S. Hauptmeier, M. Heipertz y L. Schuknecht, mayo 2006.
- 635 «Identifying the role of labour markets for monetary policy in an estimated DSGE model» por K. Christoffel, K. Kuester y T. Linzert, junio 2006.
- 636 «Exchange rate stabilisation in developed and underdeveloped capital markets» por V. Chmelarova y G. Schnabl, junio 2006.
- 637 «Transparency, expectations and forecasts» por A. Bauer, R. Eisenbeis, D. Waggoner y T. Zha, junio 2006.
- 638 «Detecting and predicting forecast breakdowns» por R. Giacomini y B. Rossi, junio 2006.
- 639 «Optimal monetary policy with uncertainty about financial frictions» por R. Moessner, junio 2006.
- 640 «Employment stickiness in small manufacturing firms» por P. Vermeulen, junio 2006.
- 641 «A factor risk model with reference returns for the US dollar and Japanese yen bond markets» por C. Bernadell, J. Coche y K. Nyholm, junio 2006.
- 642 «Financing constraints and firms' cash policy in the euro area» por R. Pál, junio 2006.
- 643 «Inflation forecast-based rules and indeterminacy: a puzzle and a resolution» por P. Levine, P. McAdam y J. Pearlman, junio 2006.

- 644 «Adaptive learning, persistence and optimal monetary policy» por V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin, junio 2006.
- 645 «Are internet prices sticky?» por P. Lünnemann y L. Wintr, junio 2006.
- 646 «The Dutch block of the ESCB multi-country model» por E. Angelini, F. Boissay y M. Ciccarelli, junio 2006.
- 647 «The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach» por F. de Castro Fernández y P. Hernández de Cos, junio 2006.
- 648 «Firm-specific production factors in a DSGE model with Taylor price-setting» por G. de Walque, F. Smets y R. Wouters, junio 2006.
- 649 «Monetary and fiscal policy interactions in a New Keynesian model with capital accumulation and non-Ricardian consumers» por C. Leith y L. von Thadden, junio 2006.
- 650 «A structural break in the effects of Japanese foreign exchange intervention on yen/dollar exchange rate volatility» por E. Hillebrand y G. Schnabl, junio 2006.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.
- «Review of the international role of the euro», enero 2005.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», enero 2005.
- «Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.
- «Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), febrero 2005.
- «Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.
- «Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option», abril 2005.
- «Euro money market study 2004», mayo 2005.
- «Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005.
- «Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.
- «TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.
- «The new EU Member States: convergence and stability», mayo 2005.
- «Financial Stability Review», junio 2005.
- «Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.
- «Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005.
- «Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.
- «Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.
- «Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.
- «Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.

«Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), agosto 2005.

«Eurosysteem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005.

«Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales – Declaración», agosto 2005.

«Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.

«Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles», agosto 2005.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.

«EU banking structures», octubre 2005.

«EU banking sector stability», octubre 2005.

«Second progress report on TARGET2», octubre 2005.

«Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods» («B.O.P. Book»), noviembre 2005.

«Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre 2005.

«Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosysteem contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005.

«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosysteem contribution to the public consultation», diciembre 2005.

«Financial Stability Review», diciembre 2005.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2005.

«The Eurosysteem, the Union and beyond», diciembre 2005.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006.

«Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006.

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006.

«Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006.

«Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006.

«National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.

«ECB statistics: an overview», abril 2006.

«The European Central Bank, the Eurosysteem, the European System of Central Banks», mayo 2006.

«TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.

«Financial Stability Review», junio 2006.

«Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», June 2006.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The current TARGET system», agosto 2005.

«TARGET2 – innovation and transformation», agosto 2005.

«The euro area at a glance», agosto 2005.

«ECB statistics: a brief overview», agosto 2005.

«The European Central Bank, the Eurosysteem, the European System of Central Banks», mayo 2006.



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.int/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.

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).

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento 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 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 indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (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 Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales 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 banco central nacional, 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 banco central nacional 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.

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.

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.

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-23, integrado por los 13 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-23 y otros 19 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.

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, han adoptado el euro como moneda única.