



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

**BOLETÍN MENSUAL
OCTUBRE**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 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 4 de octubre 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	33
Producto, demanda y mercado de trabajo	40
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	45
Recuadros	
1 Evolución del rendimiento de los bonos estadounidenses y del precio de las acciones tras los máximos alcanzados por el tipo de interés de referencia de los fondos federales	25
2 Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro	37
ARTÍCULOS	
El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias	51
Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro	69
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	V
Glosario	XI

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 5 de octubre de 2006, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos, hasta el 3,25%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se incrementaron, asimismo, en 25 puntos básicos, situándose en el 4,25% y el 2,25%, respectivamente. La decisión de elevar los tipos de interés oficiales del BCE refleja los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo que el Consejo de Gobierno ha identificado sobre la base de su análisis económico y monetario periódico. Esta decisión contribuirá a garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Tras este incremento, los tipos de interés oficiales del BCE continúan situados en niveles bajos, el crecimiento monetario y del crédito mantiene su dinamismo, y la situación de liquidez de la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. Por tanto, la orientación de la política monetaria del BCE sigue siendo acomodaticia. Si se confirman los supuestos y el escenario de referencia considerado por el Consejo de Gobierno, continuará estando justificada una reducción adicional del tono acomodaticio de la política monetaria. El Consejo de Gobierno, en consecuencia, seguirá llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores con el fin de garantizar la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico, se ha confirmado que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,9% en el segundo trimestre del 2006. Asimismo, desde la anterior reunión del Consejo de Gobierno, celebrada el 31 de agosto de 2006, Eurostat ha revisado al alza los datos de crecimiento correspondientes a los dos trimestres anteriores, lo que confirma que en los últimos trimestres se ha producido una aceleración significativa del ritmo de expansión económica. De acuerdo con los datos revisados, la actividad

económica ha registrado, en promedio, una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,7% durante los últimos cuatro trimestres, la tasa de desempleo ha mostrado una tendencia a la baja, el crecimiento del empleo se ha recuperado y las expectativas de empleo se han mantenido, en general, favorables. En conjunto, la recuperación de la actividad económica parece ahora ser algo más intensa de lo que indicaban datos anteriores, ha adquirido un carácter más generalizado y está sostenida principalmente por la demanda interna. La información disponible relativa a la actividad económica durante el tercer trimestre —procedente de diversas encuestas de confianza y de estimaciones basadas en indicadores— continúa avalando la valoración de que su crecimiento será vigoroso, aunque es posible una cierta moderación.

De cara al futuro, se siguen dando las condiciones para que en lo que resta del 2006 y en el 2007 el crecimiento económico de la zona del euro registre tasas considerables cercanas a su potencial, con cierto grado de volatilidad en las tasas de crecimiento intertrimestrales, que probablemente se ponga de manifiesto hacia finales de año y principios del 2007. La actividad económica mundial está siendo más equilibrada entre las distintas regiones y es aún vigorosa, lo que favorece de forma continuada las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión se mantenga elevada, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de las reestructuraciones de los balances, del incremento acumulado y actual de los beneficios de las empresas, y de la mejora 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 continúe mejorando.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están en general equilibrados a corto plazo, aunque el descenso reciente de los precios del petróleo, si se confirmase que es duradero, podría producir un fortalecimiento de la demanda y del crecimiento del producto algo superior al que contempla el escenario de referencia considerado por el Consejo de Gobierno para la actividad eco-



nómica de los próximos trimestres. A más largo plazo, los riesgos para el crecimiento apuntan, en conjunto, una tendencia a la baja y están relacionados principalmente con la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo, con el temor a que aumenten las presiones proteccionistas —especialmente tras la suspensión de las conversaciones comerciales de la Ronda de Doha—, y con una posible evolución desordenada debida a los desequilibrios mundiales.

En cuanto al comportamiento de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC disminuyó hasta el 1,8% en septiembre del 2006, desde el 2,3% registrado en agosto. Aunque todavía no se dispone de información detallada, esta reducción, relativamente acusada, parece deberse al resultado combinado de unos efectos de base favorables —dada, en particular, la fuerte subida de los precios del petróleo de hace un año—, y el significativo descenso que han registrado recientemente. Si bien las perspectivas para los precios de la energía son inciertas, considerando sus precios actuales y el aumento de su cotización en los mercados de futuros, es probable que la tasa de inflación se incremente de nuevo durante los últimos meses de este año y los primeros del 2007. En consecuencia, el Consejo de Gobierno espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC experimente un considerable grado de volatilidad a corto plazo, aunque permanecerá elevada situándose por encima del 2% de media en el 2006 y, probablemente, se mantenga en esos niveles en el 2007.

Asimismo, los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios se mantienen claramente al alza, y aún incluyen una repercusión de anteriores subidas de los precios del petróleo sobre los precios de consumo mayor que la actualmente prevista, y nuevos incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos, además de los ya anunciados. Por otro lado, no puede excluirse que se produzcan aumentos adicionales de los precios del petróleo. Aún resulta más importante que, dada la favorable evolución del crecimiento del PIB real observada durante los últimos trimestres y las señales positivas que muestran los mercados de trabajo, una evolución de los salarios más dinámica

que la actualmente esperada constituye un riesgo sustancial al alza para la estabilidad de precios. En estas circunstancias, es fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades, en particular en el contexto de un entorno más favorable para la actividad económica y para el empleo.

El análisis monetario sigue apuntando riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó de nuevo hasta el 8,2% en agosto y, en términos generales, la tasa de expansión monetaria y del crédito mantienen un ritmo rápido como reflejo del aún reducido nivel de los tipos de interés en la zona del euro. En especial, los préstamos concedidos al sector privado registran todavía tasas de dos dígitos en términos interanuales y están distribuidos equilibradamente entre los hogares y el sector empresarial. Esta evolución, considerada desde la adecuada perspectiva de medio plazo, continúa siendo coherente con la persistente tendencia al alza de la tasa de expansión monetaria subyacente, identificada por el análisis monetario del BCE desde mediados del 2004. Asimismo, tras varios años de vigoroso crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro es holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables. La continuación del intenso crecimiento monetario y del crédito en un entorno en el que la liquidez es todavía holgada, como resultado de una tasa de expansión monetaria persistentemente elevada durante los últimos años, indica riesgos para la estabilidad de precios de medio a más largo plazo. La evolución monetaria, por tanto, requiere un seguimiento atento, especialmente en un contexto de mejora de la situación económica y de fuerte dinamismo del mercado inmobiliario en muchas partes de la zona del euro.

En síntesis, es previsible que las tasas de inflación anuales permanezcan elevadas en el 2006 y en el 2007, con riesgos que se mantienen claramente al alza para estas perspectivas. Teniendo en cuenta el actual dinamismo del crecimiento monetario y del crédito, en un entorno en el que la liquidez es holgada, la comparación 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. Si se confirman los supuestos y el escenario de referencia considerado por el Consejo de Gobierno, una reducción adicional del tono acomodaticio de la política monetaria seguiría estando justificada. El Consejo de Gobierno, por lo tanto, continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores, con el fin de garantizar la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, los países pertenecientes a la zona del euro están ultimando sus presupuestos para el 2007 y preparando las nuevas actualizaciones de los programas de estabilidad. En el entorno actualmente favorable para la economía, resulta esencial que se logre avanzar suficientemente en el saneamiento de las finanzas públicas, lo que supone que los objetivos presupuestarios para el 2007 deberían ser, en general, más ambiciosos que en programas anteriores. Los países con déficit excesivo deben mantener su firme compromiso de reducirlo por debajo del 3% en el plazo acordado, mediante un saneamiento estructural adecuado y creíble. Otros países han de avanzar de forma clara hacia sus objetivos a medio plazo, en consonancia con los requisitos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En todos los casos, cualquier ingreso extraordinario derivado de un crecimiento más intenso de lo esperado, debería utilizarse para acelerar la reducción del déficit o para aumentar el superávit. Deberían evitarse las políticas procíclicas y la contención del gasto es de especial importancia, dado además el elevado nivel de los ratios de gasto y de impuestos en comparación con muchos países industrializados. La experiencia ha mostrado que la reforma del gasto es fundamental para conseguir el saneamiento presupuestario y que éste resulta esencial para reducir el volumen

total de deuda pública y para lograr que las finanzas públicas sean menos vulnerables a los efectos del envejecimiento de la población.

Es probable que el éxito del saneamiento presupuestario sea mayor cuando se combine con reformas estructurales globales. La necesidad de estas reformas es urgente para poder contribuir a amortiguar los efectos económicos desfavorables del cambio demográfico previsto en la zona del euro. El descenso de la población en edad de trabajar ejercerá una presión mayor sobre los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria, y puede tener consecuencias económicas de gran alcance. Con el fin de favorecer el crecimiento potencial de la economía de la zona del euro, fomentar la flexibilidad y el dinamismo macroeconómicos y preservar el nivel de vida de los ciudadanos en el futuro, es necesario reformar urgentemente los mercados de trabajo y de productos. Con ello se aumentará la participación en el mercado de trabajo y el empleo, mejorará la innovación y los demás factores que impulsan la productividad, así como el crecimiento económico. El BCE aportará su contribución manteniendo la estabilidad de precios a medio plazo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero examina las posibles consecuencias económicas y las implicaciones para la política monetaria de la tendencia demográfica proyectada para la zona del euro y hace hincapié en la acuciante necesidad de llevar a cabo reformas estructurales que contribuyan a hacer frente a la incidencia negativa del envejecimiento de la población sobre la economía. El segundo artículo explica las principales características de las cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales, publicadas por primera vez en mayo del 2006, y destaca algunos resultados recientes correspondientes a los hogares y a las sociedades no financieras.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La expansión de la economía mundial se moderó en el segundo trimestre del 2006, registrándose una desaceleración del crecimiento del PIB real tanto en Estados Unidos como en Japón en comparación con el primer trimestre. Aunque los últimos indicadores adelantados apuntan a una nueva moderación, se prevé que el crecimiento económico mundial continúe siendo bastante sólido y se sitúe por encima de los promedios históricos durante el resto del año. La inflación mundial, medida por los precios de consumo, ha seguido reflejando, en general, la evolución de los precios de la energía, de lo que se deduce que es posible que se produzca una moderación de las presiones inflacionistas mundiales a corto plazo. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial siguen estando relacionados con la evolución del mercado de petróleo, la corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales y la intensificación de las presiones proteccionistas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La expansión de la economía mundial fue más moderada en el segundo trimestre del 2006, registrándose una desaceleración del PIB real tanto en Estados Unidos como en Japón en comparación con el primer trimestre. La producción industrial en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) siguió creciendo a un ritmo bastante dinámico en junio (véase gráfico 1), lo que podría indicar que el entorno exterior de la zona del euro continúa siendo favorable.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, las variaciones de los precios de la energía han seguido influyendo, en gran medida, en la inflación interanual medida por los precios de consumo. En el caso de los países de la OCDE, la tasa de variación interanual del IPC se redujo ligeramente, hasta el 3%, en agosto, mientras que, si se excluyen los alimentos y la energía, registró un aumento de 0,1 puntos porcentuales, situándose en el 2,2%. La reciente caída de los precios del petróleo y los datos provenientes de las encuestas de opinión, que indican un cierto descenso de los precios de los consumos intermedios, parecen apuntar a una posible moderación de las presiones inflacionistas mundiales en el corto plazo.

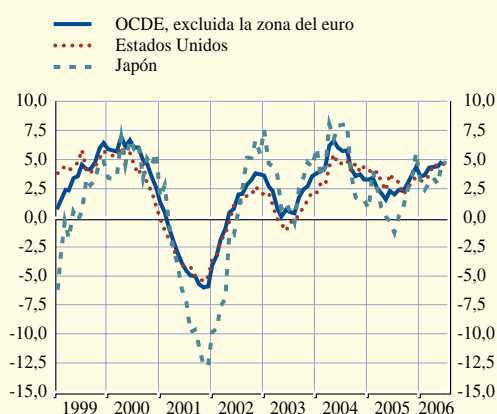
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta el 0,6% en el segundo trimestre del 2006. La desaceleración del gasto de los hogares en bienes de consumo duradero fue el principal factor determinante de ese descenso, aunque se compensó, en parte, con un aumento de la demanda de servicios. El descenso del crecimiento en el segundo trimestre reflejó también una caída de la inversión en capital fijo, especialmente de la inversión residencial, señal de una desaceleración en el mercado estadounidense de la vivienda. Por otra parte, la contribución de la demanda exterior neta se tornó ligeramente positiva.

Se prevé que la expansión de la economía estadounidense también sea menos vigorosa en el segundo semestre del año, dadas la moderación del gasto de los hogares y de la inversión residencial, como re-

Gráfico 1 Producción industrial en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a julio del 2006, excepto para la OCDE, excluida la zona del euro (junio 2006).

sultado de la desaceleración de los incrementos del precio de la vivienda y de la menor actividad en este mercado. El aumento de las rentas salariales como consecuencia de las tensiones en el mercado de trabajo, y la resistencia del gasto en inversión empresarial podrían compensar, en parte, el impacto negativo de la desaceleración del mercado de la vivienda en la demanda agregada.

En el segundo trimestre, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se mantuvo prácticamente estable en torno al 6,6% del PIB. Aunque el déficit de la balanza comercial siguió siendo el principal factor determinante del elevado déficit por cuenta corriente, es notable que la balanza de rentas de la inversión haya sido deficitaria por tercer trimestre consecutivo (4,1 mm de dólares estadounidenses en el segundo trimestre). Esta situación contrasta con la de años anteriores, en los que el país registró una posición acreedora neta, debido al hecho de que la tasa de rendimiento de los activos estadounidenses en el exterior era más alta que la de los activos exteriores en Estados Unidos, a pesar de la rápida acumulación de deuda externa.

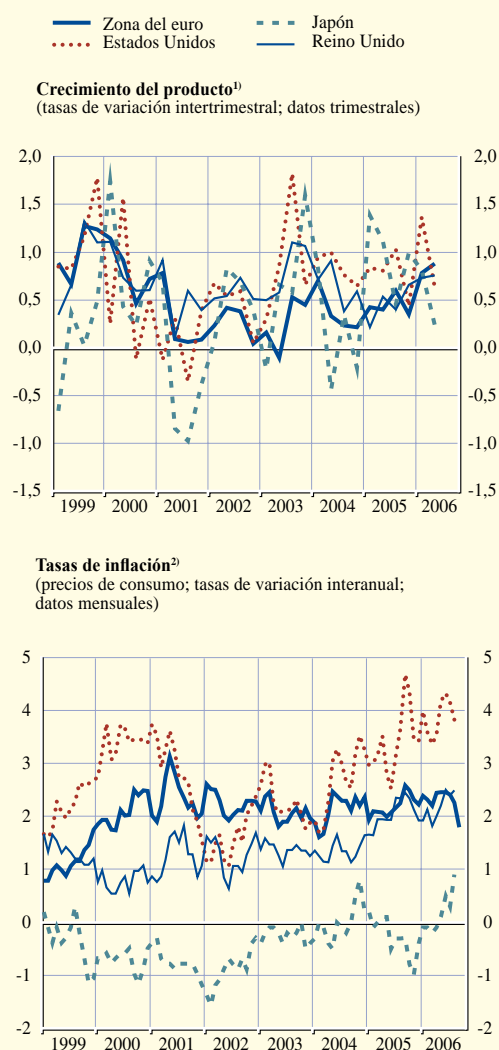
En cuanto a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas parecen haberse atenuado un poco en los últimos meses como consecuencia de los menores incrementos registrados por los precios de la energía y de una moderación más generalizada de los precios de los productos no energéticos. Las presiones sobre los precios, resultantes de los elevados niveles de utilización de los recursos, deberían relajarse aún más, dadas las perspectivas de crecimiento económico más lento, la contención de las expectativas de inflación y la reciente caída de los precios de las materias primas. No obstante, los últimos datos sobre costes laborales sugieren un aumento del riesgo de presiones inflacionistas provenientes del mercado de trabajo.

El 20 de septiembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en el 5,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

JAPÓN

En Japón, de acuerdo con la segunda estimación preliminar provisionales publicada por la Oficina Económica del Gobierno, se estima que el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre. A pesar de la moderación del crecimiento del PIB en comparación con el primer trimestre, se prevé una aceleración de la actividad económica en el segundo semestre del año, respaldada por la solidez de la inversión privada y por un repunte del consumo privado.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los precios de consumo siguieron aumentando a un ritmo moderado. En agosto, el IPC, excluidos los alimentos frescos, se incrementó un 0,3%, en tasa interanual, frente al 0,2% del mes anterior, registrando así un aumento por tercer mes consecutivo. Los precios industriales se incrementaron a un ritmo mucho más rápido, un 3,4% tanto en julio como en agosto, la tasa de crecimiento más rápida registrada desde 1981. Por último, en el segundo trimestre el deflactor del PIB se redujo un 0,8% en tasa interanual, tras la caída del 1,2% observada en el primer trimestre. En la reunión celebrada los días 7 y 8 de septiembre de 2006, el Banco de Japón decidió por unanimidad mantener sin variación el tipo oficial de los préstamos a un día sin garantía en el 0,25%.

REINO UNIDO

En el Reino Unido la actividad económica siguió creciendo a un ritmo sostenido, como lo indica la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB del 0,7% registrada tanto en el primer trimestre como en el segundo. Aunque los datos sobre las ventas del comercio al por menor correspondientes a julio y agosto podrían indicar una cierta moderación en el crecimiento del consumo de los hogares en el tercer trimestre del 2006, la producción del sector manufacturero mantuvo su expansión a un ritmo vigoroso durante el mismo período, debido en parte a la solidez de la demanda exterior. Los datos procedentes de las encuestas de opinión apuntan también a un mayor crecimiento de las exportaciones durante el resto del año. Aunque en los últimos meses el desempleo ha seguido aumentando y se ha mantenido el crecimiento moderado de la remuneración media, se prevé que el ritmo de crecimiento sea sostenido también en el segundo semestre del año.

La inflación interanual, medida por el IAPC, se mantuvo en torno al 2,5% entre junio y agosto, como consecuencia del fuerte aumento de los precios de la energía y los alimentos. Los precios de la vivienda continuaron aumentando a un ritmo vigoroso en términos históricos. En la reunión celebrada los días 4 y 5 de octubre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación el tipo de interés oficial —el tipo *repo*— en el 4,75%.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, las cifras correspondientes al segundo trimestre del 2006 confirman que el crecimiento del producto ha seguido siendo sólido, respaldado principalmente por la demanda interna. En mucho de los nuevos Estados miembros de la UE, el fuerte crecimiento de las exportaciones, consecuencia en gran medida de anteriores entradas de inversión directa extranjera, ha sido también un factor determinante de la actividad económica. La inflación interanual, medida por el IAPC aumentó en la mayoría de los países, debido principalmente a un incremento del componente no energético del IAPC. En septiembre, varios bancos centrales nacionales decidieron elevar los respectivos tipos de interés oficiales por la inquietud suscitada por el aumento de las presiones inflacionistas.

En Dinamarca, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real registró un fuerte repunte, hasta el 1,9%, en el segundo trimestre, mientras que en Suecia siguió siendo elevada (un 1,4%), pero no experimentó variación con respecto al trimestre anterior. En ambos países, la actividad económica parece estar respaldada por una demanda interna bastante sólida y, en el caso de Dinamarca, también por la demanda exterior neta. En conjunto, las perspectivas de crecimiento siguen siendo favorables en los dos países. La inflación interanual, medida por el IAPC, volvió a reducirse en agosto, hasta el 1,9% en Dinamarca y el 1,6% en Suecia. El 5 de octubre, el Danmarks Nationalbank elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos porcentuales.

En la República Checa, Hungría y Polonia, el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso, aunque se observó un cierto grado de moderación en el segundo trimestre con respecto al primero. La tasa de creci-



miento intertrimestral del PIB se redujo hasta el 1,2% en la República Checa, el 0,9% en Hungría y el 1,1% en Polonia. El crecimiento del PIB en la República Checa y Polonia estuvo determinado, principalmente, por la demanda interna, mientras que en Hungría el factor determinante fue la demanda exterior neta. Los indicadores sugieren que el crecimiento económico probablemente seguirá siendo sólido en la República Checa y Polonia, aunque se prevé una desaceleración en Hungría como resultado de las medidas de estabilización fiscal. La inflación interanual medida por el IAPC aumentó en agosto en los tres países, especialmente en Hungría, donde la inflación de precios de la energía experimentó también un acusado repunte, debido a una subida del precio del gas. En agosto, la inflación medida por el IAPC fue del 2,6% en la República Checa, del 4,7% en Hungría y del 1,7% en Polonia. En los tres países la inflación interanual, excluida la energía, ha aumentado gradualmente este año. El Česká národní banka y el Magyar Nemzeti Bank elevaron sus tipos de interés oficiales en 25 y 50 puntos básicos, respectivamente, en septiembre.

La actividad económica continuó siendo sólida en los otros Estados miembros de la UE, en particular, en los Estados bálticos y Eslovaquia. El 26 de septiembre, el Národná banka Slovenska elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, si bien la actividad económica creció a un ritmo vigoroso en el primer semestre del año, es de esperar un cierto grado de moderación en el futuro. En particular, los indicadores recientes sugieren que la actividad industrial se redujo ligeramente en julio y agosto. La actividad interna parece haberse ralentizado en la mayoría de las principales economías de la región, mientras que las exportaciones mantuvieron el dinamismo observado en el primer semestre del año, e incluso registraron una aceleración en algunos países. La inflación apenas varió en agosto con respecto a julio.

En China, tras los excelentes resultados registrados en el primer semestre del 2006, hay indicios de que la economía podría comenzar a reaccionar frente a las subidas de los tipos de interés y las otras medidas restrictivas introducidas en la primera mitad del año. En particular, la tasa interanual de la producción industrial se redujo hasta el 16%, aproximadamente, en agosto, desde el 19,5% registrado en julio. No obstante, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor se mantuvo bastante estable en agosto y el superávit comercial alcanzó un nuevo récord mensual gracias a la solidez de las exportaciones, situándose el superávit acumulado en los ocho primeros meses del año casi en el mismo nivel que el observado para todo el año 2005. Las reservas oficiales aumentaron hasta 954 mm de dólares estadounidenses en julio. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas se intensificaron ligeramente en agosto y la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 1,3% desde el 1% registrado en julio, debido principalmente a los incrementos en los precios de los alimentos y la vivienda.

En general, las perspectivas económicas siguen siendo favorables para las economías emergentes de Asia, respaldadas por el crecimiento sostenido de la demanda interna y por el dinamismo del comercio exterior. El crecimiento sostenido, aunque más moderado, de la economía china probablemente apoyará las exportaciones y la actividad en la región, pero el exceso de capacidad productiva en algunos sectores de esta economía sigue siendo el principal factor de riesgo a la baja para estas perspectivas.

AMÉRICA LATINA

El crecimiento económico siguió siendo sólido en este área geográfica. En México, se mantuvo el vigoroso crecimiento económico logrado en el segundo trimestre, ya que la producción industrial creció a una tasa interanual del 6% en julio. Al mismo tiempo, la inflación repuntó a lo largo del verano situándose en el 3,5% en agosto, principalmente como consecuencia de la subida de los precios administrados. En Argentina, el PIB creció a una tasa interanual cercana al 8% en el segundo trimestre, impulsado, principalmente, por la demanda de exportaciones y el sector de la construcción. No obstante, la inflación interanual siguió

siendo elevada con una tasa de casi el 11% en agosto. En Brasil, por el contrario, las cifras del PIB apuntaban a una desaceleración de la actividad económica, con una tasa de crecimiento interanual del 1,2% en el segundo trimestre del 2006, y a un descenso de la inflación por debajo del 4% en agosto. De cara al futuro, las perspectivas económicas de la región son positivas, respaldadas por la sólida demanda interna y las exportaciones.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

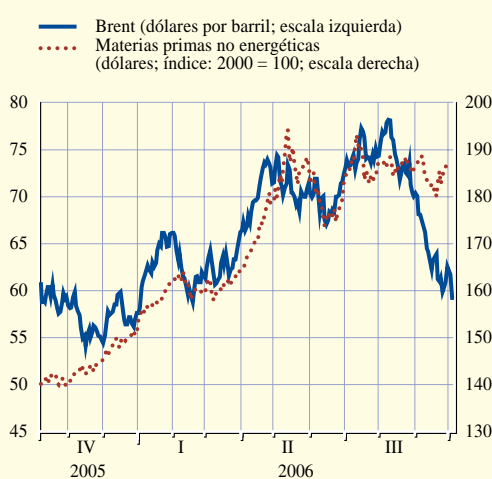
Los precios del petróleo registraron un notable descenso tras alcanzar un nuevo máximo histórico a principios de agosto. El 4 de octubre, el precio del barril de Brent se situaba en 59,3 dólares, es decir, aproximadamente un 24% por debajo del máximo alcanzado a principios de agosto y sólo en torno a un 3% por encima del nivel registrado a comienzos del año. El reciente descenso de los precios del petróleo ha sido consecuencia, principalmente, de varios factores: el holgado nivel de existencias de gasolina en Estados Unidos, la relativa suavidad de la temporada de tormentas tropicales en el Golfo de México y la mejora del entorno geopolítico, que ha permitido a los participantes en los mercados abrigar cada vez más esperanzas de que el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas no imponga sanciones a Irán por el desarrollo de su programa nuclear. La revisión a la baja del crecimiento previsto de la demanda de petróleo para los años 2006 y 2007 por parte de la Agencia Internacional de la Energía, como consecuencia, principalmente, de las revisiones de la demanda de Estados Unidos y México, también ha ejercido cierta presión a la baja sobre los precios. Al mismo tiempo, la OPEP decidió, en su última reunión celebrada en septiembre, mantener los niveles de producción actuales, señalando que la acumulación de existencias y la incertidumbre del panorama económico mundial podrían dar lugar a un recorte de la producción en los próximos meses. Los participantes en los mercados continúan esperando que los precios se mantengan en niveles elevados en términos históricos, negociándose actualmente los contratos de futuros sobre el Brent con entrega en diciembre del 2008 a 66,4 dólares estadounidenses. Además, dada la limitada capacidad excedente a lo largo del proceso de producción, es probable que los precios del petróleo sigan siendo sumamente sensibles ante cambios imprevistos en el equilibrio entre la oferta y la demanda, así como en el entorno geopolítico.

Los precios de las materias primas no energéticas también bajaron a principios de septiembre, pero comenzaron a repuntar de nuevo hacia finales de mes. Expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaban en septiembre aproximadamente un 31% por encima del nivel registrado un año antes, debido a un incremento de los precios tanto de las materias primas industriales como de los alimentos.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. No obstante, los indicadores sintéticos adelan-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

tados más recientes sugieren que en los países más desarrollados de la OCDE la tasa de expansión económica podría experimentar una cierta moderación. Los últimos datos disponibles sobre las principales economías no pertenecientes a la OCDE apuntan a un ligero debilitamiento de las perspectivas en el caso de China, mientras que, en India, Rusia y Brasil, es probable que la expansión siga siendo sólida. A pesar de esta moderación prevista, se espera que el crecimiento mundial continúe siendo bastante vigoroso y que se sitúe por encima de los niveles históricos durante el resto del año.

Los riesgos para las perspectivas siguen inclinándose ligeramente a la baja, aunque los recientes descensos de los precios del petróleo podrían contribuir —al menos de forma transitoria— a reducir una de las principales causas de preocupación para la economía mundial. También persisten los riesgos relacionados con una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y con una intensificación de las presiones proteccionistas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En agosto del 2006, la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó siendo elevada, reflejo de la persistencia de unos tipos de interés reducidos y del fortalecimiento de la actividad económica de la zona del euro. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de estos factores es especialmente patente en el sostenido y pronunciado crecimiento de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, los últimos datos proporcionan nueva evidencia de que las subidas recientes de los tipos de interés oficiales del BCE han influido en la evolución monetaria, favoreciendo la sustitución dentro de M3 hacia instrumentos mejor remunerados y aumentando el atractivo de activos monetarios frente al de activos financieros a más largo plazo. En general, la evolución del dinero y del crédito sigue apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes de medio a largo plazo, particularmente en un entorno de mejora del clima y la actividad económicos.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

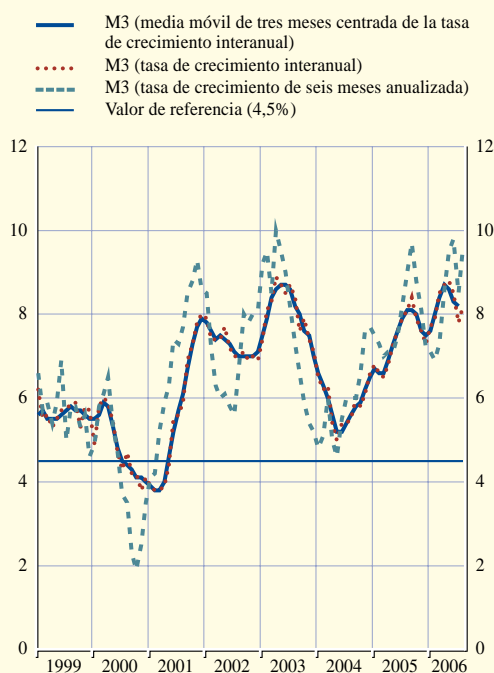
En agosto del 2006, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó hasta el 8,2%, tras haber descendido desde el 8,8%, en mayo del 2006, hasta el 7,8% en julio del 2006. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada se incrementó hasta el 9,6% en agosto, desde el 8,5% del mes precedente (véase gráfico 4). Este nuevo fortalecimiento de la evolución monetaria refleja una tasa de crecimiento intermensual desestacionalizada muy elevada en agosto, tras una serie de caídas de las tasas de crecimiento intermensuales desde marzo del 2006.

Los datos monetarios más recientes confirman la valoración de que la elevada tasa de crecimiento de M3 observada actualmente es consecuencia, en gran medida, de los reducidos tipos de interés y del fortalecimiento de la actividad económica en la zona del euro. Esta interpretación se sustenta, en particular, en el sostenido vigor del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Los últimos datos también proporcionan nueva evidencia de que la reciente subida de los tipos de interés oficiales del BCE ha comenzado a afectar a la evolución monetaria a través de desplazamientos dentro del agregado monetario amplio M3, como los observados desde los depósitos a la vista hacia los depósitos a corto plazo, mejor remunerados. Además, en un entorno caracterizado por expectativas de subidas de los tipos de interés a corto plazo, la intensa demanda de determinados activos monetarios también puede obedecer al creciente atractivo de estos activos, en relación con los rendimientos de activos financieros a más largo plazo (esto es, demanda de dinero por motivos de especulación).

En general, el crecimiento del dinero y del crédito se mantiene en un nivel elevado, habiendo registrado una sostenida tendencia al alza desde media-

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

dos del 2004. El persistente y pronunciado crecimiento del dinero y del crédito en un contexto de liquidez abundante apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, particularmente en un entorno de mejora del clima y la actividad económicos.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El incremento del crecimiento interanual de M3 registrado en agosto es consecuencia de unas tasas de crecimiento interanual sustancialmente más elevadas de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y de los instrumentos negociables (véase cuadro 1). Al mismo tiempo, debido a las menores tasas de crecimiento de sus dos componentes, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento interanual de M1 descendió desde el 7,4% de julio hasta el 7,2% de agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta el 9,8% en agosto, desde el 9,2% del mes precedente, como resultado del fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a plazo), que compensó con creces la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro). Es probable que la elevada demanda de depósitos a corto plazo esté relacionada con la creciente divergencia entre el tipo de interés de estos depósitos y el tipo al que se remuneran otros instrumentos a corto plazo en el contexto de las recientes subidas de los tipos de interés.

En agosto, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 aumentó hasta el 7,3%, desde el 5,3% de julio. Este fortalecimiento se debió, fundamentalmente, al pronunciado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años. Una demanda igualmente intensa de valores distintos de acciones a corto plazo se registró durante el período de subidas de los tipos de interés del año 2000. Algunos de estos valores tienen el atractivo de permitir a los inversores beneficiarse de una subida imprevista de los tipos de interés antes del vencimiento. En el contexto de las recientes alzas de los tipos de interés a corto plazo y de expectativas de nuevos incre-

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 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Jul	2006 Ago
M1	47,8	11,2	10,9	10,3	9,9	7,4	7,2
Efectivo en circulación	7,5	16,0	14,8	13,4	11,9	11,5	11,4
Depósitos a la vista	40,3	10,4	10,2	9,8	9,5	6,7	6,5
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,0	5,5	5,9	6,8	8,4	9,2	9,8
Depósitos a plazo hasta dos años	17,0	4,5	6,5	9,7	15,2	19,0	21,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,0	6,0	5,3	4,6	3,7	2,5	2,2
M2	85,8	8,4	8,5	8,6	9,2	8,2	8,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,2	5,5	3,7	3,3	5,7	5,3	7,3
M3	100,0	8,0	7,8	7,8	8,7	7,8	8,2
Crédito a residentes en la zona del euro		7,0	7,9	8,7	9,4	9,2	9,1
Crédito a las Administraciones Públicas		1,1	2,5	2,3	0,8	-0,9	-1,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		-1,2	0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,9
Crédito al sector privado		8,6	9,4	10,4	11,7	11,8	11,9
Préstamos al sector privado		8,4	9,0	10,1	11,2	11,1	11,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		10,1	9,5	8,8	8,8	8,7	8,6

Fuente: BCE.

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

mentos, la persistente y vigorosa demanda de valores distintos de acciones a corto plazo puede deberse a cierta demanda de dinero por motivos de especulación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo 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— aumentó en agosto, debido, principalmente, a la mayor contribución de los hogares y, en menor medida, de las sociedades no financieras. La contribución de los intermediarios financieros no monetarios (excepto las empresas de seguros y los fondos de pensiones), que en meses anteriores fue el origen de gran parte de los cambios observados en el crecimiento del conjunto de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales, prácticamente no registró variaciones en agosto.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó hasta el 11,3% en agosto, desde el 11,1% de julio. La elevada demanda de préstamos que se observa actualmente es reflejo de la mejora de la situación económica y de la persistencia de unos tipos de interés reducidos. Al mismo tiempo, el fortalecimiento de la evolución del conjunto de los préstamos en agosto ocultó una trayectoria divergente de los hogares y de las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a disminuir ligeramente en agosto, hasta el 9,2%, desde el 9,4% de julio. A pesar de la moderación observada en los últimos meses, el crecimiento de los préstamos a hogares continuó siendo elevado. La mayor parte de la intensa actividad de los hogares a este respecto sigue siendo atribuible al endeudamiento para adquisición de vivienda, que creció a una tasa interanual del 11,1% en agosto, tras situarse en el 11,4% en el mes precedente (véase cuadro 2). El acusado endeudamiento para adquisición de vivienda es reflejo de los reducidos tipos de interés hipotecarios vigentes en la zona del euro en su conjunto y a la robusta evolución del mercado de la vivienda observada en muchas regiones. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo hasta

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 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Jul	2006 Ago
Sociedades no financieras	41,5	7,0	7,7	9,2	11,0	11,8	12,0
Hasta un año	29,5	5,6	5,2	6,7	8,5	9,3	9,1
De uno a cinco años	18,3	6,6	8,5	11,5	15,9	18,8	19,9
Más de cinco años	52,2	7,9	8,9	10,0	11,0	11,0	11,2
Hogares²⁾	49,9	8,5	9,0	9,6	9,8	9,4	9,2
Crédito al consumo ³⁾	13,1	6,9	7,8	8,2	8,2	8,6	8,3
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	70,5	10,7	11,1	11,8	12,1	11,4	11,1
Otras finalidades	16,4	2,2	2,3	2,1	2,1	2,3	2,2
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	16,5	29,3	32,9	41,1	40,7	33,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,6	15,5	14,1	16,2	19,0	15,6	19,3

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.

el 8,3% en agosto, desde el 8,6% de julio, el nivel más alto observado desde finales de 1999.

A diferencia de los préstamos a hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se elevó de nuevo en agosto, y se situó en el 12%, continuando con la tendencia al alza observada desde principios del 2004. Este nuevo fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual fue atribuible, principalmente, a los préstamos a más de un año. Además de la mejora de la situación económica y de la persistencia de unos tipos de interés reducidos, la diferencia entre el coste de la financiación basada en el mercado y los tipos de interés aplicados por las IFM a los créditos y préstamos se amplió y, con ello, pueden haber sustentado la demanda de préstamos por parte del sector privado a expensas de otras modalidades de financiación como la emisión de valores distintos de acciones. Además, las sociedades no financieras pueden haber aumentado su endeudamiento para financiar la inversión financiera.

Si se considera la evolución del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual prácticamente no experimentó variaciones en agosto, en comparación con el mes precedente. Esta estabilidad general oculta una nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector público y el fortalecimiento del crecimiento del concedido al sector privado. Dado que esto último refleja no sólo un aumento del crédito al sector privado, sino también mayores adquisiciones de valores emitidos por este sector por parte de las IFM, esto supone un incremento de la exposición de estas instituciones al sector privado.

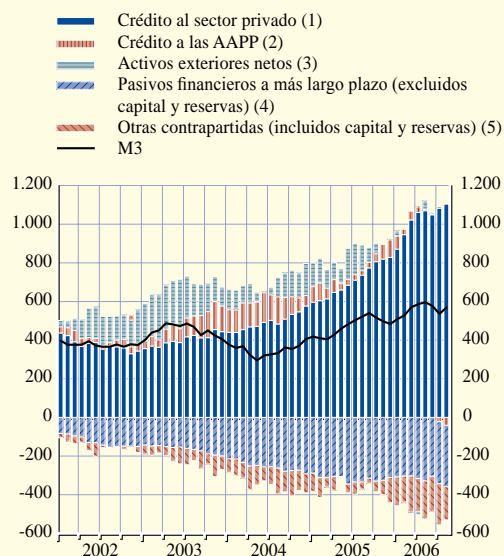
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) fue del 8,6% en agosto, frente al 8,7% de julio, y la evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, se mantuvo intensa. Si se consideran los componentes de estos pasivos se hace patente que esta trayectoria fue prácticamente generalizada en los valores distintos de acciones y en los depósitos a más largo plazo. En general, esto apunta a una persistente inclinación por parte de los residentes en la zona del euro a invertir en activos a más largo plazo denominados en euros.

En el período de doce meses transcurrido hasta agosto, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo 5 mm de euros, tras incrementarse 10 mm de euros en los meses del año transcurridos hasta finales de julio (véase gráfico 5). En términos mensuales, en agosto se registraron salidas netas por importe de 20 mm de euros, frente a unas entradas de 5 mm de euros en el mes precedente. Esta última evolución de la contribución de los activos exteriores a la evolución monetaria de la zona del euro causó un impacto moderador en el crecimiento de M3.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés y la mejora de la situación económica continuaron siendo el principal factor impulsor de la fortaleza de los presta-

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.

mos de las IFM al sector privado. Al mismo tiempo, la contribución de los activos exteriores a la tasa de crecimiento interanual de M3 fue reducida en agosto, como se reflejó en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM que, en general, fue equilibrada. Esto confirma la valoración de que la fortaleza de la expansión monetaria se sustenta, en la actualidad, en factores domésticos, principalmente. En cuanto a los datos de agosto, cabe observar que una parte considerable del fortalecimiento del crecimiento de M3 se debe a modificaciones en «otras contrapartidas», que incluyen categorías residuales y que, en ocasiones, pueden ser volátiles. Por lo tanto, conviene actuar con cautela al interpretar los datos mensuales más recientes.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

En julio del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó siendo elevada. Esta evolución fue atribuible al relativamente intenso crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias y, en menor medida, por las IFM. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo en los relativamente reducidos niveles observados en meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente, pero se mantuvo en un nivel moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó hasta el 7% en julio del 2006, desde el 6,6% de junio (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable, que se situó en el 15,4% en julio, continuó superando con creces la de los valores distintos de acciones a tipo de interés fijo, que fue del 4,3%. No obstante, si se considera un período algo más prolongado en retrospectiva, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Jul	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Jun	2006 Jul
Valores distintos de acciones	10.781	7,6	7,5	7,5	7,3	6,6	7,0
IFM	4.371	10,0	9,2	8,9	9,2	8,1	8,3
Instituciones financieras no monetarias	1.050	19,4	21,7	25,6	26,7	24,8	26,7
Sociedades no financieras	631	2,3	3,5	3,4	3,5	4,5	4,3
Administraciones Públicas	4.729	4,5	4,3	3,7	3,0	2,4	2,7
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.430	4,0	3,8	3,2	2,4	1,8	2,2
Otras Administraciones Públicas	299	12,2	12,3	11,8	11,4	12,3	11,6
Acciones cotizadas	5.376	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,3
IFM	918	2,7	2,2	1,2	1,5	1,5	1,9
Instituciones financieras no monetarias	544	2,5	3,1	3,4	2,2	1,3	1,4
Sociedades no financieras	3.913	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1

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».

variable ha disminuido con respecto al último máximo registrado, el 22,1%, en junio del 2005. Durante ese período, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo ha tendido a aumentar desde un nivel muy bajo, y se situó en el 5,2% en julio del 2006. En general, esta evolución indica que las emisiones a corto plazo y las emisiones a largo plazo a tipo de interés variable, consideradas conjuntamente, han incrementado ligeramente su participación en la emisión neta de este tipo de valores, situándose en el 16% y el 37%, respectivamente, entre enero y julio del 2006, mientras que la participación de las emisiones a largo plazo a tipo de interés fijo ascendió al 41% en ese mismo período.

Si se considera la actividad emisora por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se redujo ligeramente en julio, hasta el 4,3% (véase gráfico 6). El relativamente moderado crecimiento registrado en períodos recientes, sobre todo si se compara con el intenso crecimiento de los préstamos de las IFM a estas sociedades, puede estar relacionado, en parte, con una mayor oferta de préstamos bancarios que ha causado, por ejemplo, un cambio en la financiación de las operaciones de fusión y adquisición, recurriendo a los préstamos bancarios sindicados

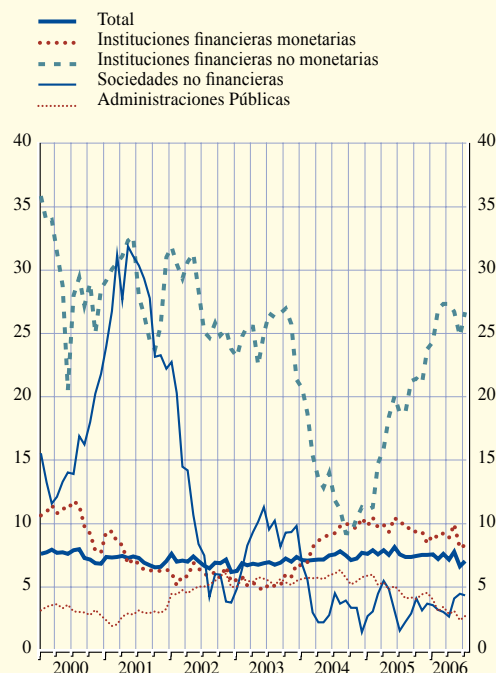
en lugar de a la emisión de valores de renta fija privada. En julio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras fue del -3,1%, mientras que la correspondiente a los valores a largo plazo se redujo hasta el 5,8%.

En julio del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó ligeramente, hasta el 8,3%, desde el 8,1% de junio. Esta evolución fue consecuencia, fundamentalmente, del aumento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo, que se situó en el 7,7% en julio, desde el 7,2% de junio. Si se considera en retrospectiva un período más prolongado, el crecimiento de las emisiones a tipo de interés fijo ha tendido a fortalecerse levemente desde mediados del 2005, aproximadamente, mientras que las emisiones a tipo de interés variable han disminuido. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones a tipo de interés fijo continúa estando por debajo de la de las emisiones a tipo variable. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo siguió disminuyendo, continuó siendo relativamente elevada, del 13%, en julio del 2006. En general, es probable que el pronunciado crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de las IFM tenga su origen en la intensa demanda de financiación resultante del acusado crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras.

En julio del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias continuó siendo muy elevada, del 26,7%. Este alto nivel de creci-

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.

miento está relacionado, en gran parte, con las sociedades no financieras, las IFM y otros intermediarios que garantizan indirectamente la financiación externa mediante valores distintos de acciones a través de filiales financieras y entidades de propósito especial. A este respecto, la intensa actividad emisora por parte de las instituciones financieras no monetarias es consecuencia, en cierta medida, de las emisiones del sector de las IFM, que están recurriendo de manera creciente a las citadas instituciones para titularizar parte de su cartera de créditos trasladando determinados préstamos 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 se incrementó ligeramente, hasta el 2,7%, en julio del 2006 (desde el 2,4% de junio), si bien parece continuar con su tendencia a la baja, y sigue estando relativamente próxima a los mínimos históricos observados a principios del 2001. Estos movimientos se deben, fundamentalmente, a la evolución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central, que fue del 2,2% en julio. Aunque la actividad emisora de otras Administraciones Públicas disminuyó ligeramente en julio, continúa creciendo a un ritmo notablemente más rápido, y registró una tasa interanual del 11,6% en julio del 2006.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente en julio, hasta el 1,3%, desde el 1,1% de junio. En términos de emisiones por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan en torno a tres cuartas partes del saldo vivo de estos valores, prácticamente no registró variaciones con respecto al mes precedente, y fue del 1,1% en julio (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se incrementó levemente en julio, hasta el 1,9%, desde el 1,5% de junio.

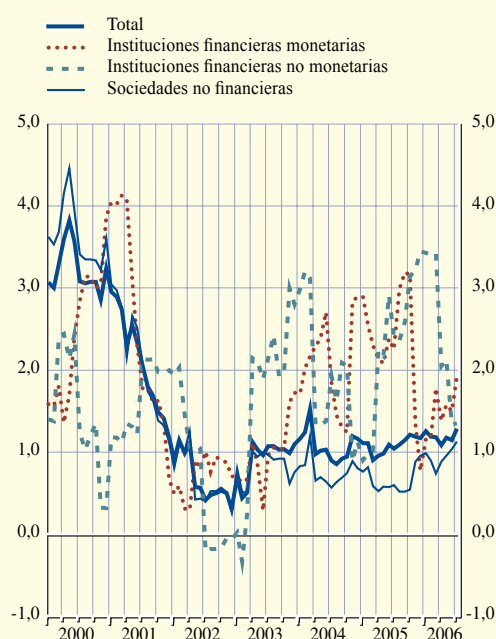
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En septiembre del 2006, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos, y los mayores incrementos se observaron en los tipos a más corto plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó durante el mes.

En el período comprendido entre finales de agosto y el 4 de octubre de 2006, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos, y los aumentos más pronunciados se registraron en

Gráfico 7 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)

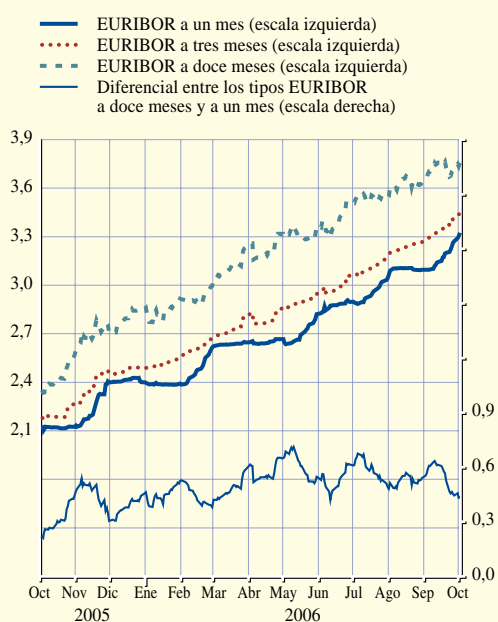


Fuente: BCE.

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

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

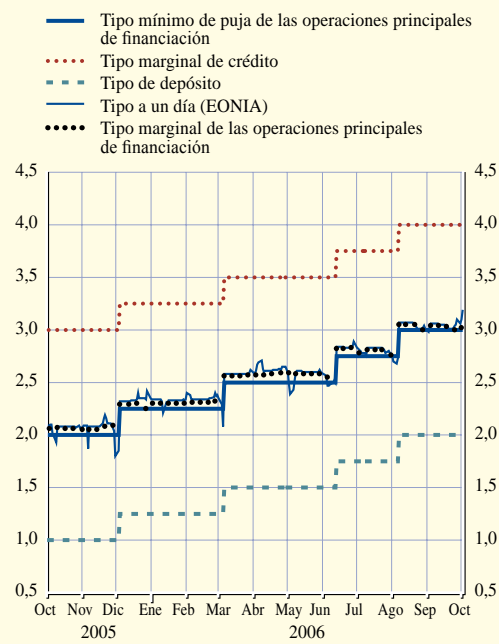
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

los plazos más cortos de la curva de rendimientos. En comparación con finales de agosto, los tipos de interés a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron 18, 15, 11 y 8 puntos básicos, respectivamente, y el 4 de octubre se situaban en el 3,32%, el 3,45%, el 3,60% y el 3,76%. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes disminuyó de 53 puntos básicos a finales de agosto, a 43 puntos básicos el 4 de octubre.

El 4 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2006 y marzo y junio del 2007 se situaron en el 3,68%, el 3,78% y el 3,79%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a finales de agosto, los citados tipos se elevaron 4, 6 y 6 puntos básicos, respectivamente.

Tras permanecer en el 3,07% durante las dos primeras semanas del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 9 de agosto, posteriormente, el EONIA registró un descenso. Durante la última semana del período de mantenimiento, en un entorno de abundancia de liquidez, el EONIA se mantuvo en niveles muy próximos al tipo mínimo de puja, e incluso cayó por debajo de éste el penúltimo día. El último día del período de mantenimiento, el EONIA ascendió hasta el 3,04%, después de que el BCE absorbiera alrededor de 11,5 mm de euros de exceso de liquidez a través de una operación de ajuste lo que, en general, llevó a que se restableciera una situación neutral de liquidez. Al inicio del período de mantenimiento que comenzó el 6 de septiembre, el EONIA se incrementó hasta el 3,06%, pero comenzó a descender a principios de la segunda semana de ese período, y el 22 de septiembre se situó sólo 1 punto básico por encima del tipo mínimo de puja. Dados los resultados obtenidos en los últimos meses en lo que respecta a la reducción del diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja, y con el fin

de atenuar el riesgo de que se produjera una insuficiencia de pujas, lo que podría suceder si los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se situaran en niveles muy bajos, el BCE decidió poner fin a su política de adjudicar 1 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia en las operaciones principales de financiación del Euro-sistema y adjudicó el importe de referencia en la operación semanal ejecutada el 26 de septiembre. En respuesta, en los días posteriores, el EONIA se incrementó, y el 4 de octubre se situó en el 3,18%, debido a las expectativas de que el período de mantenimiento finalizaría con una situación restrictiva de liquidez.

Los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema registraron un descenso durante el período de mantenimiento que comenzó el 6 de septiembre, cayendo del 3,04% y el 3,05%, respectivamente, en la primera operación principal de financiación, al 3,00% y el 3,03% en la operación ejecutada el 26 de septiembre. En la operación principal de financiación realizada el 2 de octubre, la última del período de mantenimiento, los dos tipos de las subastas se elevaron hasta el 3,02% y el 3,04%, respectivamente.

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 27 de septiembre, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 3,30% y el 3,32%, respectivamente. Estos tipos de las subastas fueron 8 y 6 puntos básicos inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

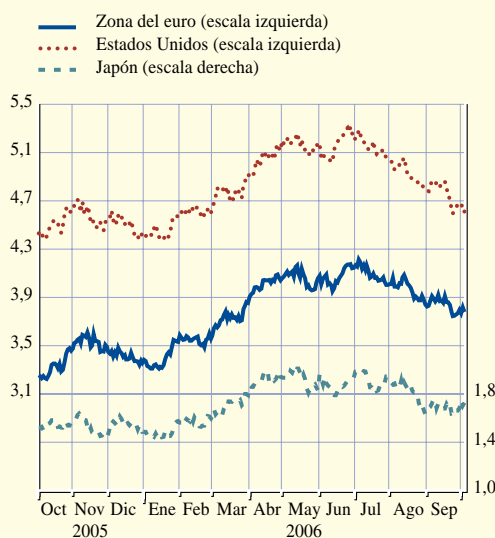
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó algo más en la zona del euro y en Estados Unidos entre finales de agosto y comienzos de octubre. Este descenso parece ser resultado, principalmente, de las menores expectativas de inflación y de la reducción de las correspondientes primas de riesgo, que se reflejaron en la evolución de las tasas de inflación implícitas a largo plazo a ambos lados del Atlántico.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo volvió a disminuir, aunque de forma moderada, en la zona del euro y en Estados Unidos en el transcurso de septiembre (véase gráfico 10). Los inversores parecen haber mostrado una menor preocupación por la inflación en las últimas semanas, posiblemente en respuesta al acusado descenso de los precios del petróleo, lo que contribuyó a reducir el rendimiento nominal de la deuda pública. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó unos 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 4 de octubre de 2006, fecha en la que se situó en el 3,8%. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años experimentó un descen-

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

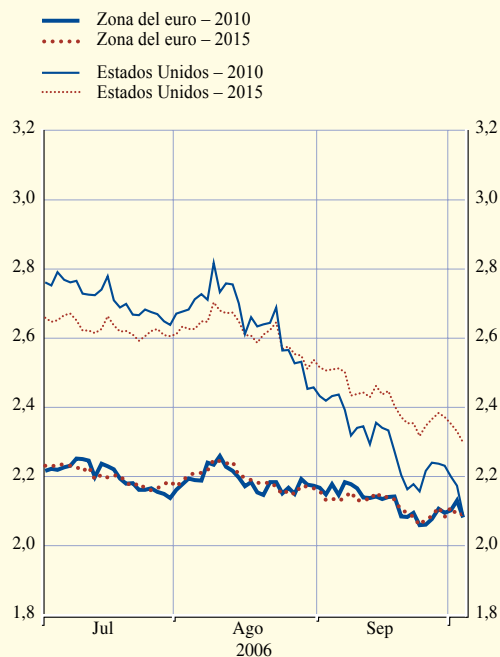


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

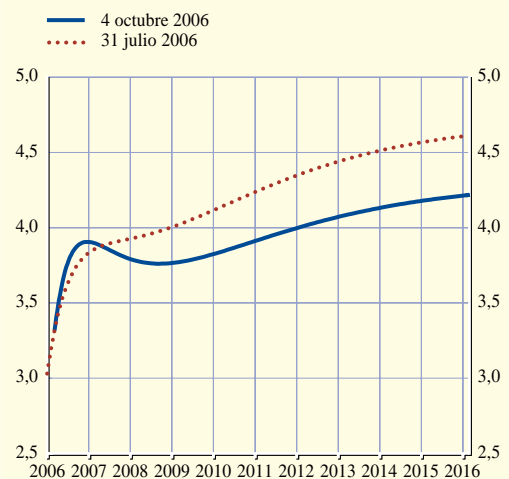
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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, entre otras cosas, 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.

so ligeramente más pronunciado, de unos 15 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 4,6% el 4 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó nuevamente, hasta rondar los 85 puntos básicos el 4 de octubre. Por el contrario, en Japón el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en torno al 1,7% a finales del período considerado, levemente por encima de los niveles registrados a finales de agosto. La evolución de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija sugiere que la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca del comportamiento de la renta fija a corto plazo se redujo ligeramente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos en el transcurso del mes de septiembre.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo mantuvo en septiembre la tendencia bajista observada a partir de principios de julio y sustentada posteriormente por la percepción generalizada de que la Reserva Federal podía haber puesto fin a su política monetaria restrictiva, tras la decisión de no modificar el tipo de interés de los fondos federales, adoptada el 8 de agosto por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto, por primera vez en los dos últimos años (véase recuadro 1). El descenso del rendimiento nominal de los bonos estadounidenses a largo plazo refleja, casi enteramente, las menores expectativas de inflación a largo plazo y la disminución de las correspondientes primas de riesgo, que quedan recogidas en las tasas de inflación implícitas (véase gráfico 11). En efecto, estas tasas siguieron bajando en todos los plazos en septiembre, probable reflejo de una importante reducción de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado, ante la fuerte caída de los precios del petróleo y las nuevas evidencias de una previsible moderación del crecimiento económico en la principal economía mundial. No obstante, el rendimiento real de los bonos a largo plazo indicados con la inflación se mantuvo prácticamente estable en septiembre, corroborando en cierta medida la

interpretación de que las expectativas de los participantes en el mercado respecto al alcance de la desaceleración prevista de la actividad económica no han cambiado de forma significativa en las últimas semanas.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó también en septiembre, aunque en menor medida que en el mercado estadounidense. Si bien algunos indicadores de confianza empresarial relativos a las perspectivas de actividad económica, publicados durante el período analizado, resultaron ser más bajos de lo previsto, el descenso del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo reflejó, principalmente, la reducción de las expectativas de inflación y de las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas. Estas tasas descendieron en todos los plazos, como resultado, con toda probabilidad, de la caída de los precios del petróleo (véase gráfico 11). La tasa de inflación implícita a largo plazo, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos franceses nominales y el de los bonos indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, que refleja las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, ha disminuido unos 10 puntos básicos desde finales de agosto, situándose en el 2,1% el 4 de octubre. El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación apenas experimentó cambios en todos los plazos en el período examinado.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día registró escasas variaciones en los plazos más cortos en el período considerado (véase gráfico 12), aunque experimentó un ligero desplazamiento a la baja en los plazos medios y largos.

Recuadro I

EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DE LOS BONOS ESTADOUNIDENSES Y DEL PRECIO DE LAS ACCIONES TRAS LOS MÁXIMOS ALCANZADOS POR EL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA DE LOS FONDOS FEDERALES

El 29 de junio de 2006, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos por decimoséptima vez consecutiva, hasta situarlo en el 5,25%. Posteriormente, se volvieron a evaluar las expectativas sobre la política monetaria: los participantes en el mercado consideraron que la probabilidad de que se produjera una nueva subida de los tipos de interés a corto plazo había disminuido y que el tipo de interés de referencia de los fondos federales comenzaría a descender a principios del 2007. Como consecuencia, tras la reunión de junio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo se redujo y el precio de las acciones aumentó. Con el fin de enmarcar lo anterior en una perspectiva histórica, en este recuadro se compara la reciente reacción de los tipos de interés a largo plazo y del precio de las acciones en Estados Unidos con el comportamiento que se observó en los mercados tras los niveles máximos alcanzados por los tipos en los períodos de endurecimiento de la política monetaria desde finales de los años ochenta.

Los cambios en las expectativas sobre la política monetaria pueden afectar al rendimiento de los bonos a largo plazo y al precio de las acciones debido a su impacto en el factor de descuento de las fórmulas teóricas de valoración respectivas. En este sentido, la hipótesis de las expectativas plantea que el rendimiento de un bono a largo plazo se compone de la media de los tipos a corto plazo actuales y esperados. Del mismo modo, el modelo de descuento de dividendos supone que el precio de una acción es igual a la suma de los dividendos esperados, descontada por un tipo de interés sin riesgo y por la prima de riesgo que los inversores exigen por mantener la acción. Por

consiguiente, y si se mantienen constantes las demás variables (en especial las expectativas de beneficios), las revisiones a la baja de los tipos de interés a corto plazo esperados ejercerían una presión bajista sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo y tendrían un efecto positivo sobre el precio de las acciones

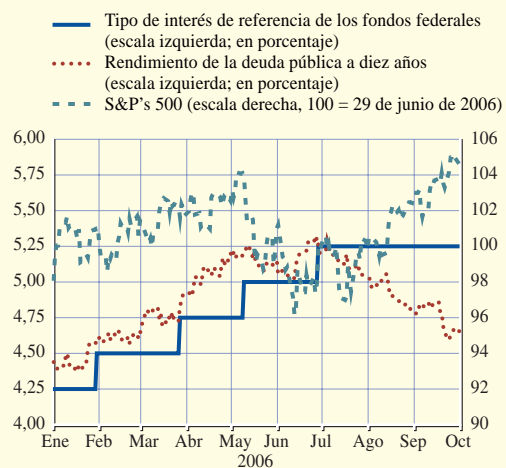
En el gráfico A se presenta la evolución del tipo de interés de referencia de los fondos federales, del rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años y del índice Standard & Poor's 500 en el 2006. El gráfico muestra que, desde que se adoptó a finales de junio la decisión de subir el tipo de interés de referencia de los fondos federales hasta su nivel máximo percibido, los tipos de interés a largo plazo se han reducido 60 puntos básicos y el precio de las acciones se ha incrementado un 5%. De acuerdo con los argumentos teóricos expuestos anteriormente, es muy posible que estos acontecimientos estén estrechamente relacionados con cambios en las expectativas sobre la política monetaria. En este contexto, resulta interesante comparar la actual reacción del precio de las acciones con la que se produjo en torno a los niveles máximos alcanzados por los tipos en anteriores períodos de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Durante las últimas dos décadas, pueden observarse tres máximos en el tipo de interés de referencia de los fondos federales: febrero de 1989, febrero de 1995 y mayo del 2000. En los gráficos B y C se muestra el comportamiento del rendimiento de los bonos estadounidenses y del precio de las acciones en los cuatros trimestres posteriores a esos máximos.

De los gráficos se desprenden dos características de interés. En primer lugar, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo ha seguido, en general, una tendencia descendente tras los máximos alcanzados por el tipo de interés de referencia de los fondos federales. En particular, en las tres ocasiones se observó una marcada disminución del rendimiento de los bonos a largo plazo en los dos primeros trimestres posteriores a los máximos. En segundo lugar, en dos de las tres ocasiones, el índice Standard & Poor's 500 aumentó tras el máximo de los tipos de interés a corto plazo. No obstante, en la tercera ocasión, es decir, en el período posterior al máximo registrado en mayo del 2000 por el tipo de interés de referencia, el precio de las acciones descendió. Los principales factores que motivaron este descenso fueron probablemente, por un lado las importantes revisiones a la baja de las expectativas de beneficios, sobre todo en las empresas pertenecientes a la nueva economía», representadas principalmente por las empresas de Internet, y por otro, la menor atracción por el riesgo sentida por los inversores. Así pues, hasta el momento, la reacción del precio de las acciones entre finales de junio y comienzos de octubre de este año ha reflejado, en gran medida, las que se produjeron después de los anteriores máximos del tipo de interés de referencia de los fondos federales.

Pese a lo dicho anteriormente, cualquier comparación de las reacciones del precio de las acciones a lo largo del tiempo ha de tratarse con cautela y no se debe interpretar mecánicamente. Y lo que es más

Gráfico A Tipo de interés de referencia de los fondos federales, rendimiento de los bonos y precio de las acciones en Estados Unidos

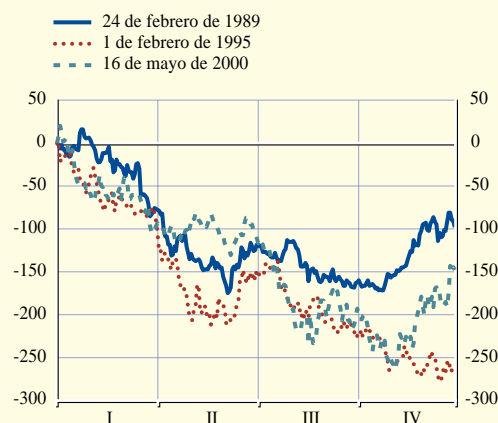
(datos diarios)



Fuente: Reuters

Gráfico B Cambios en el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años tras los máximos registrados en los períodos de endurecimiento de la política monetaria en EEUU

(puntos básicos; datos diarios)

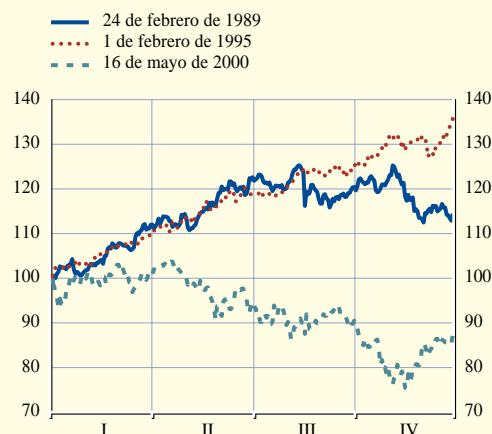


Fuente: Reuters.

Nota: Los máximos se produjeron el 24 de febrero de 1989, el 1 de febrero de 1998 y el 16 de mayo de 2000.

Gráfico C Cambios en el índice S&P's 500 tras los máximos registrados en los períodos de endurecimiento de la política monetaria en EEUU

(en puntos de índice; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: Los máximos se produjeron el 24 de febrero de 1989, el 1 de febrero de 1995 y el 16 de mayo de 2000. En cada una de ellos, la base del índice se cambió a 100.

importante, tal comparación supone, de forma implícita, que todos los demás posibles factores que afectan al rendimiento de los bonos y al precio de las acciones tendrían un efecto menor que los cambios en las expectativas sobre la política monetaria durante los períodos en cuestión. A este respecto, se ha de tener en cuenta que los tipos de interés nominales y reales a largo plazo siguen estando en la mayoría de los principales mercados en niveles relativamente bajos, tanto en términos absolutos como en relación con las variables macroeconómicas fundamentales. Con toda probabilidad, las primas de riesgo excepcionalmente reducidas tienen un efecto moderador sobre el rendimiento de los bonos, lo que refleja en parte una liquidez aún holgada y una mayor demanda general de instrumentos de renta fija a largo plazo por parte de los inversores institucionales, de los países exportadores de petróleo y de otros inversores extranjeros¹. De cara al futuro, no puede excluirse que la evolución del rendimiento de los bonos pueda verse influida por una normalización de las primas de riesgo en el mercado de renta fija, que actúe en contra de la reacción típica que se ha descrito en este recuadro.

¹ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo», del Boletín Mensual de abril del 2005.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta jul 2006 ²⁾		
	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 Jun	2006 Jul	2005 Dic	2006 Mar	2006 Jun
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,94	1,96	2,14	2,36	2,56	2,69	55	33	13
A plazo a más de dos años	2,19	2,02	2,18	2,43	2,57	2,77	59	34	20
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,11	1,98	1,97	1,98	2,03	2,08	11	10	5
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,38	2,29	2,30	2,37	2,52	2,57	27	20	5
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,95	0,97	1,03	1,15	1,23	1,25	22	10	2
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,01	2,04	2,26	2,48	2,70	2,79	53	31	9
A plazo a más de dos años	3,63	2,98	3,55	3,34	3,23	3,85	30	51	62
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	6,62	6,97	6,73	6,77	7,15	7,33	60	56	18
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,35	3,32	3,48	3,74	4,02	4,11	63	37	9
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,15	4,00	4,03	4,23	4,51	4,55	52	32	4
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,11	5,13	5,14	5,30	5,46	5,52	38	22	6
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	3,88	3,81	3,99	4,23	4,47	4,58	59	35	11
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,22	4,06	4,10	4,19	4,40	4,44	34	25	4
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	2,94	2,97	3,24	3,50	3,74	3,84	60	34	10
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,87	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	50	26	22
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,11	2,14	2,47	2,72	2,99	3,10	63	38	11
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,07	2,21	2,80	3,22	3,47	3,58	78	36	11
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,58	2,60	3,07	3,47	3,78	3,84	77	37	6

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

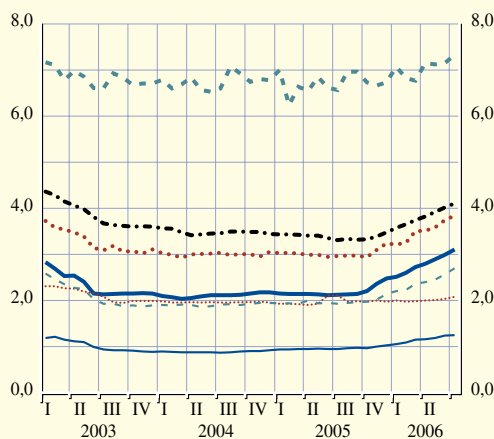
En julio del 2006, los tipos de interés aplicados por las IFM continuaron con la tendencia al alza, aunque se mantuvieron en niveles relativamente reducidos.

En julio del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se incrementaron, en general, con respecto al mes anterior. En la mayor parte de los casos, estos incrementos fueron prácticamente de

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



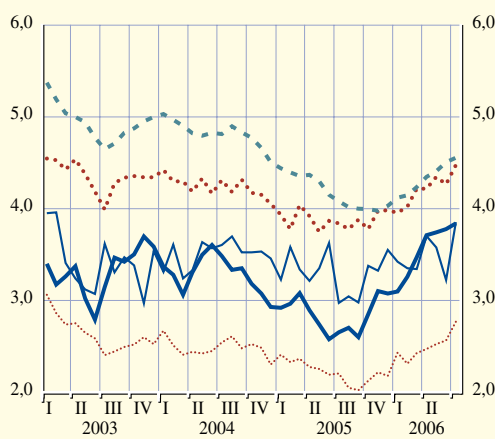
Fuente: BCE.

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.

la misma magnitud que los observados en los tipos de interés del mercado monetario similares (véanse cuadro 4 y gráfico 13). Al mismo tiempo, las variaciones de los tipos de interés aplicados por las IFM a los descubiertos en cuenta, a los depósitos a la vista y a los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses han sido menos pronunciadas, como suele ser habitual.

Si se considera un período algo más prolongado, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM en los últimos meses ha aumentado de manera acorde con la evolución de los tipos del mercado monetario, que llevan incrementándose desde septiembre del 2005. El tipo de interés a tres meses del mercado monetario, por ejemplo, registró un ascenso de más de 95 puntos básicos en el período comprendido entre septiembre del 2005 y julio del 2006. En comparación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo hasta un año se incrementaron unos 75 puntos básicos. Las subidas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año fueron de magnitud ligeramente superior, de 80 a 90 puntos básicos, con la excepción de los tipos aplicados por el citado sector a los préstamos a hogares para con-

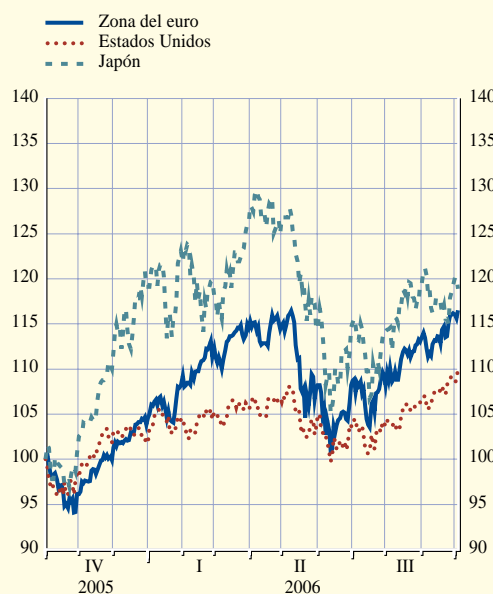
sumo, que registraron un ascenso de 35 puntos básicos, aproximadamente.

En julio del 2006, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se elevaron, en líneas generales (véanse cuadro 4 y gráfico 14). En algunos casos, en el período transcurrido hasta julio del 2006, estos incrementos fueron superiores a los observados en los tipos de interés de mercado a plazos similares. Es probable que esta evolución tenga su origen en el hecho de que suelen producirse ciertos desfases en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela a las variaciones de los tipos de interés de mercado. Al mismo tiempo, también se ha de observar que el acusado aumento (de más de 60 puntos básicos) registrado por los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras supone una reversión de los pronunciados descensos de los dos últimos meses.

Si se considera un período algo más pronunciado, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM ha seguido la tendencia al alza de los tipos de interés de mercado equivalentes observada desde septiembre del 2005. No obstante, la magnitud de estos incrementos, de 40 a 85 puntos básicos, aproximadamente, ha sido considerablemente inferior a la de los tipos de interés de mercado a largo plazo, reduciendo con ello los diferenciales bancarios. El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro, por ejemplo, registró un ascenso de más de 120 puntos básicos entre septiembre del 2005 y julio del 2006. En comparación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años, sólo aumentaron unos 55 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, entre septiembre del 2005 y julio del 2006, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos por importe superior a un millón de euros se incrementaron más que los aplicados a los préstamos por importe inferior o igual a un millón de euros (unos 60 y 40 puntos básicos, respectivamente). Esto supone que, en la actualidad, el diferencial de tipos de interés en función del importe del préstamo ya no sea significativo. Las subidas de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los depósitos entre septiembre del 2005 y julio del 2006 fueron algo más elevadas. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras se elevaron alrededor de 75 y 85 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 15 Índices bursátiles

(índice: 1 octubre 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.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En septiembre, las cotizaciones bursátiles volvieron a subir en los principales mercados. Parece que el clima de los mercados mejoró notablemente desde que se observara, a comienzos de verano, una importante reevaluación del riesgo, que contribuyó al aumento de las cotizaciones bursátiles y a la reduc-

ción de la incertidumbre de los participantes en el mercado, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable. Probablemente, el menor rendimiento de la deuda pública a largo plazo y los buenos resultados empresariales observados y esperados contribuyeron también a elevar las cotizaciones bursátiles.

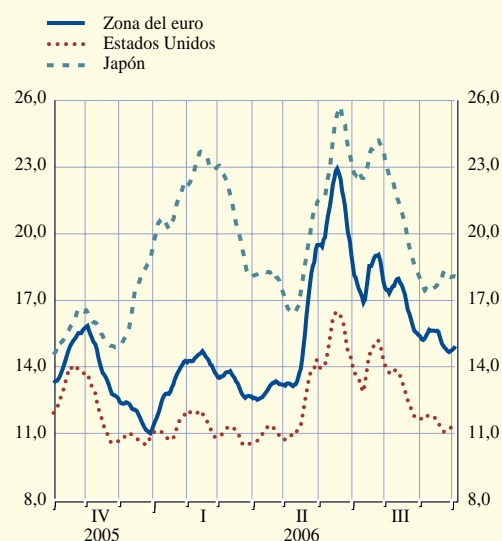
Los índices bursátiles amplios de los principales mercados continuaron subiendo en septiembre (véase gráfico 15). A esta evolución contribuyeron la mayor tolerancia al riesgo y la menor percepción del mismo, un nuevo descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo y los sólidos beneficios empresariales observados y esperados. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 3% y un 4%, respectivamente, entre finales de agosto y el 4 de octubre. Por el contrario, en Japón las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, permanecieron en general estables durante el mismo período. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, siguió disminuyendo con respecto a los máximos alcanzados a mediados de junio, situándose actualmente en niveles relativamente reducidos (véase gráfico 16).

Las cotizaciones bursátiles estadounidenses subieron nuevamente en septiembre y a principios de octubre. El descenso de los precios del petróleo observado en las últimas semanas y la creciente percepción por parte de los participantes en el mercado de que los tipos de interés oficiales podían haber llegado a su máximo, tras la decisión de no modificar los tipos de interés, adoptada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal en sus dos últimas reuniones, parecen haber contribuido a aumentar la tolerancia al riesgo de los inversores y, por ende, a elevar los precios de las acciones (véase recuadro 1). Las cotizaciones bursátiles se vieron también favorecidas por la disminución del rendimiento de los bonos a largo plazo, que actúa como factor de descuento de los futuros beneficios empresariales. Al mismo tiempo, las empresas siguieron registrando resultados observados y esperados relativamente sólidos, pese a las expectativas generalizadas de moderada desaceleración de la economía estadounidense. La información disponible sugiere que, en general, los gestores de fondos revisaron ligeramente a la baja sus expectativas de crecimiento de los beneficios para el próximo años, aunque sólo de forma moderada, en línea con las perspectivas globales de crecimiento. De todos modos, cabe tener presente que los beneficios por acción observados y esperados de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se han mantenido en tasas de dos dígitos en los últimos meses.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro subieron también en el período analizado y, a comienzos de octubre, habían recuperado totalmente las pérdidas sufridas durante el período de turbulencia observado a comienzos de los meses de verano. Al igual que en los mercados bursátiles estadounidenses, el

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: Volatilidad implícita obtenida de las opciones con vencimiento más próximo pero no inferior a 20 días laborables. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades implícitas 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.

descenso de los precios del petróleo y el aumento general de la tolerancia al riesgo por parte de los inversores parecen haber contribuido claramente a elevar los precios de las acciones. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro parecen haberse visto también favorecidas por la disminución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo y por la mencionada reducción de la volatilidad implícita que, al reflejar una menor incertidumbre respecto a la evolución futura de los precios de las acciones, puede haberse traducido en un descenso de las primas exigidas por los inversores. Además, las empresas de la zona del euro continuaron registrando sólidos beneficios observados y esperados. Por lo que se refiere a la zona del euro, los analistas de los mercados de renta variable esperan que el crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantenga en torno al 9% en los próximos 12 meses.

3 PRECIOS Y COSTES

Hasta fechas recientes, la inflación en los precios de consumo se mantuvo por encima del 2%, como resultado, en gran medida, de presiones sostenidas al alza sobre los precios de la energía. Desde comienzos de agosto del 2006, los precios del petróleo han bajado notablemente, lo que, unido a un importante efecto de base bajista, explica probablemente gran parte del descenso estimado de la inflación medida por el IAPC, hasta el 1,8%, observado en septiembre. Sin embargo, se espera que, en los próximos meses, algunos efectos de base alcistas y la subida del IVA alemán prevista para principios del 2007 repercutirán de forma significativa en las tasas de inflación interanual. En consecuencia, basándose en los actuales precios del petróleo, cabe esperar que las tasas de inflación vuelvan a elevarse más adelante este año y a comienzos del 2007, hasta superar el 2%. Además, existen varios riesgos alcistas para la evolución de la inflación.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE SEPTIEMBRE DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,8% en septiembre, frente al 2,3% de agosto (véase cuadro 5). El detalle de los componentes del IAPC se publicará a mediados de octubre. La información actualmente disponible sugiere que esta desaceleración podría estar relacionada con el descenso de los precios del petróleo observado desde comienzos de agosto y con un efecto de base de los precios del petróleo registrados en septiembre del 2005.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA AGOSTO DEL 2006

Aunque se estabilizó en niveles elevados o incluso aumentó en el transcurso del primer semestre del 2006, como consecuencia de la evolución de los precios energéticos y no energéticos, la inflación medida por el IAPC registró posteriormente un ligero descenso, pasando del 2,4% de julio al 2,3% de agosto, como resultado, en gran parte, de la caída de los precios del petróleo observada a principios de agosto. Si bien la contribución directa de los precios de la energía a la inflación interanual se redujo ligeramente en agosto del 2006, siguió siendo relativamente alta (en torno a 0,8 puntos porcentuales).

Debido, con toda probabilidad, a las malas condiciones meteorológicas, la tasa de variación intermensual de los precios de los alimentos no elaborados experimentó también un importante aumento en agosto, al igual que ocurrió en julio (véase gráfico 17). Por su parte, la tasa de variación interanual alcanzó el 3,9%, el nivel más alto observado desde septiembre del 2003 (4,3%), mes en el que los precios de los alimentos no elaborados fueron impulsados al alza por las condiciones atmosféricas extremas registradas durante el verano.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

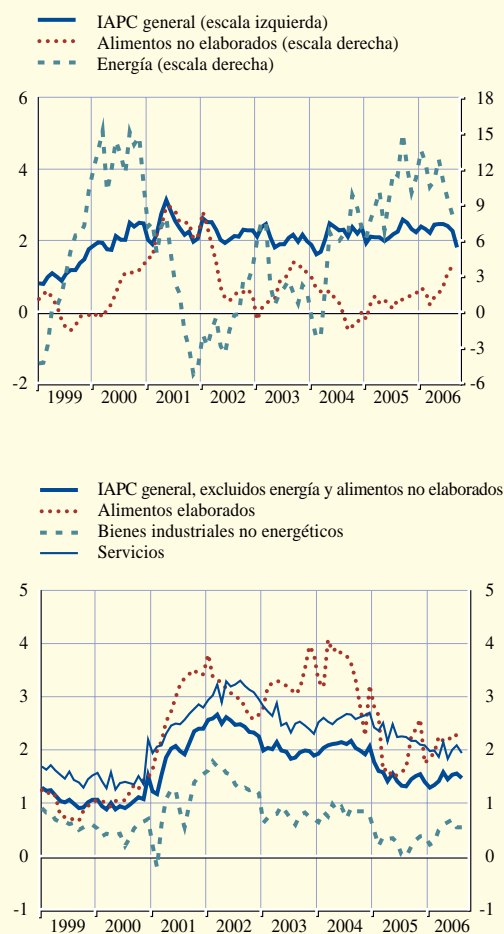
	2004	2005	2006 Abr	2006 May	2006 Jun	2006 Jul	2006 Ago	2006 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	1,8
Energía	4,5	10,1	11,0	12,9	11,0	9,5	8,1	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	1,2	1,5	2,1	3,2	3,9	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	.
Servicios	2,6	2,3	2,2	1,8	2,0	2,1	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,3	4,1	5,5	6,1	5,8	6,0	5,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	57,6	55,7	55,4	58,8	57,8	50,3
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	25,4	31,5	22,0	26,7	26,8	26,4

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

1) La inflación medida por el IAPC de septiembre 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.

Los precios de los bienes de consumo y de los servicios, que muestran una menor volatilidad, han experimentado recientemente una evolución más moderada. Hasta el momento, el repunte de los precios de los alimentos no elaborados no parece haber afectado de forma significativa a los precios de los alimentos elaborados, cuya tasa de variación interanual ha permanecido generalmente estable desde marzo del 2006. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 0,5% en agosto, sin cambios con respecto a julio, frente al 0,7% observado en junio. La evolución reciente de este componente sugiere que, aunque la subida de los precios del petróleo puede haber comenzado a transmitirse a algunos precios, su efecto general es todavía moderado. Puede decirse lo mismo de los precios de consumo de los servicios, cuya tasa de variación interanual se redujo entre julio y agosto. La evolución favorable de los precios de los bienes y servicios no energéticos registrada en agosto ha de considerarse con cierta cautela, ya que podría estar relacionada, en alguna medida, con factores estacionales, es decir, transitorios, como rebajas extraordinarias de los precios de los bienes duraderos o fluctuaciones de los precios de las vacaciones organizadas.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En agosto, la tasa de variación interanual de los precios industriales (excluida la construcción) disminuyó ligeramente, hasta el 5,7% (desde el 6% de julio). Este descenso fue resultado, principalmente,

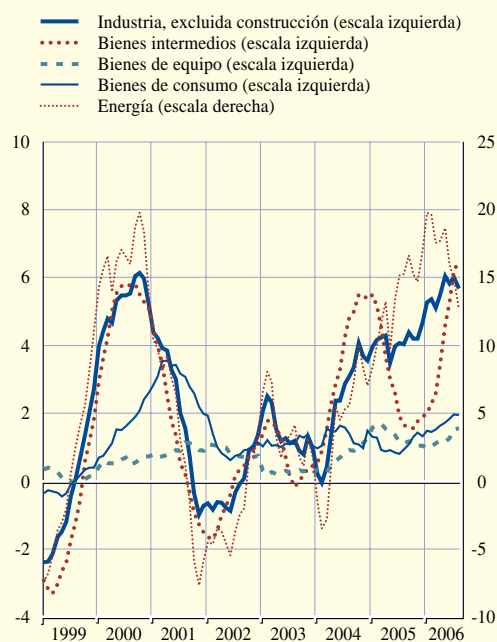
de la evolución de los precios de la energía, mientras que siguieron aumentando los precios industriales no energéticos, con elevadas y crecientes tasas de variación interanual de los precios de los bienes intermedios y una evolución bastante moderada de los precios de los bienes de consumo.

En cuanto a la evolución por sectores, la tasa de variación intermensual de los precios industriales del sector energético se redujo en agosto, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. La tasa de variación interanual fue la más baja registrada desde mayo del 2005 (véase gráfico 18). La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios siguió siendo muy alta, pasando del 6,2% de julio al 6,5% de agosto. Esta tasa es más elevada que las alcanzadas en los anteriores episodios de fuerte presión de los precios de las materias primas observados en el período 1999-2000 y en el 2004.

En conjunto, la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo se estabilizó en el 2%. En cuanto a los precios menos volátiles de esta categoría, la tasa de variación interanual de los bienes de consumo, excluidos el tabaco y los alimentos, decreció ligeramente (desde el 1,2% de julio hasta el 1% de agosto).

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

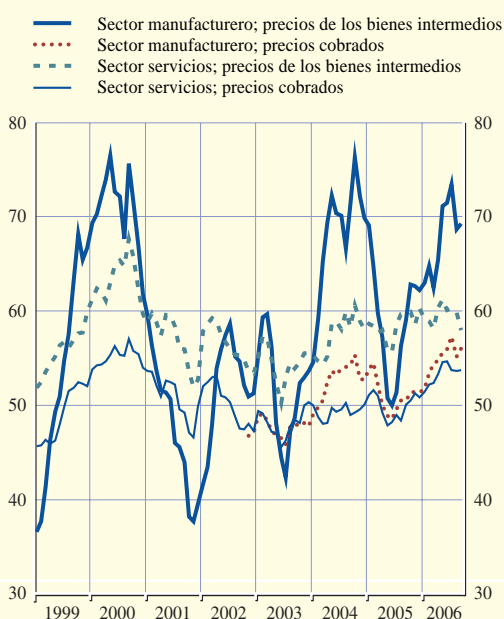
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

Por su parte, se mantuvo el incremento gradual de la tasa de variación interanual de los bienes de equipo. La importante presión de los precios de los bienes intermedios tiende a sugerir que se está produciendo una transmisión gradual del aumento de los costes a lo largo de la cadena de producción.

Los indicadores de precios de las encuestas relativos al mes de septiembre apuntan a un incremento de la presión de los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero y a una ligera reducción en el sector servicios. Sin embargo, los índices de precios de los bienes intermedios de ambos sectores, publicados por NTC Economics, siguen siendo altos en términos históricos, y continúan señalando fuertes

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

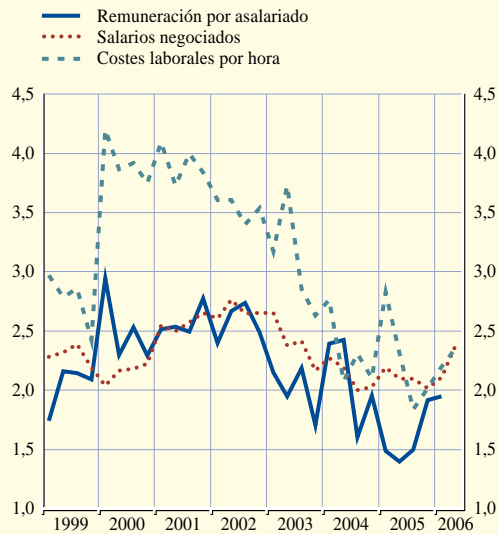
(tasas de variación interanual)

	2004	2005	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II
Salarios negociados	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,4
Costes laborales totales por hora	2,3	2,2	2,3	1,8	2,0	2,2	2,4
Remuneración por asalariado	2,1	1,6	1,4	1,5	1,9	1,9	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,0	0,7	0,5	0,9	1,0	1,1	1,4
Costes laborales unitarios	1,1	0,9	0,9	0,6	0,9	0,8	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

presiones al alza sobre los precios de las empresas (véase gráfico 19). El indicador de precios cobrados se elevó en el sector manufacturero y, en menor medida, en el sector servicios. Ambos índices se han mantenido también en niveles altos, lo que sugiere que las empresas han transmitido, en parte, el aumento de los costes de los bienes intermedios a los clientes.

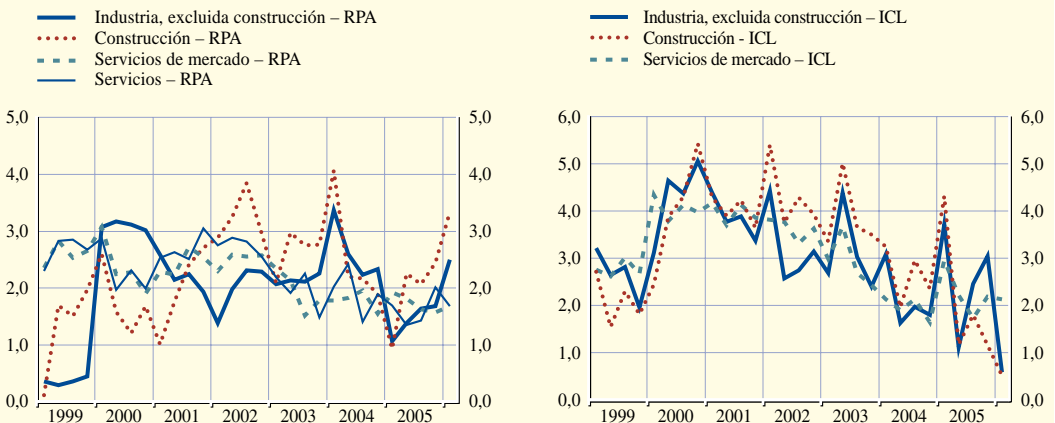
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En el segundo trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro ascendió hasta el 2,4%, desde el 2,1% registrado en el primer trimestre (véanse cuadro 6 y gráfico 20), situándose ligeramente por encima de los niveles de los años 2004 y 2005 (2,1%, en promedio). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora se elevó también en el segundo trimestre, hasta el 2,4%, desde el 2,2% observado en el primer trimestre. Estos indicadores sugieren que el crecimiento de la remuneración por asalariado podría haber aumentado ligeramente en el segundo tri-

mestre del 2006, tras registrar en el primer trimestre un moderado incremento, impulsado por el fuerte aumento registrado en el sector industrial (véase gráfico 21).

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.

Sin embargo, pese a este repunte de los costes laborales, las cifras disponibles para el segundo trimestre pueden reflejar cierta volatilidad a corto plazo. En particular, el impacto de un pago extraordinario efectuado en el sector industrial alemán influyó en los costes laborales. Además, el aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora fue determinado, en gran medida, por el incremento de los costes no salariales (categoría que incluye, por ejemplo, las cotizaciones sociales y los impuestos a cargo de la empresa), mientras que el crecimiento de los costes salariales permaneció prácticamente estable.

Por último, el crecimiento de la productividad del trabajo, que repuntó en tasa interanual desde el 1,1% registrado en el primer trimestre hasta el 1,4% del segundo trimestre, debería contribuir a contener el crecimiento de los costes laborales unitarios en el segundo trimestre. En general, las presiones inflacionistas del mercado de trabajo se han mantenido moderadas, pero su evolución en el tercer trimestre habrá de ser objeto de un estrecho seguimiento, a fin de valorar si el repunte del segundo trimestre fue un fenómeno transitorio.

También cabe destacar que, debido a la diferente cobertura y a la posible deriva salarial, el indicador de salarios negociados sólo puede considerarse como un indicador aproximado de la evolución real de los salarios. Tal y como se explica en el recuadro 2, la evolución de la deriva salarial es fundamental para evaluar las presiones inflacionistas procedentes del mercado de trabajo.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DERIVA SALARIAL EN LA ZONA DEL EURO

Existen varios indicadores de costes laborales nominales de la zona del euro¹. En este contexto, la deriva salarial se refiere a la parte del crecimiento de la remuneración por asalariado que no se explica por el crecimiento de los sueldos y salarios negociados y/o de las cotizaciones sociales. Por consiguiente, la deriva salarial es una importante medida adicional de las presiones inflacionistas generadas por el mercado de trabajo. En este recuadro se presenta una estimación de la deriva salarial de la zona del euro y se analizan sus factores determinantes a lo largo del ciclo económico.

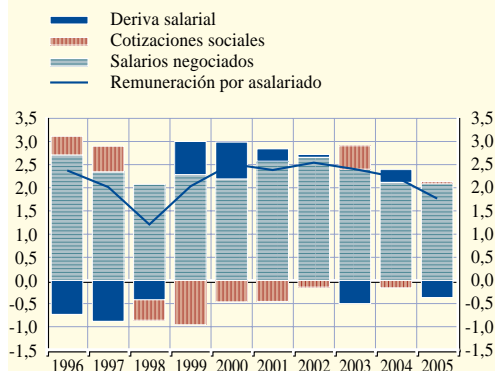
Desde un punto de vista conceptual, los sueldos y salarios negociados pueden considerarse como el componente básico de los costes laborales. En la negociación de los convenios colectivos, los asalariados y las empresas pactan aumentos del salario base para un determinado período de tiempo. Estos aumentos se establecen en función de la evolución reciente y esperada de variables económicas, como el crecimiento de la productividad y la situación del mercado de trabajo. Sin embargo, durante el período de vigencia del convenio colectivo puede variar la situación económica agregada y la de la empresa. Dado el coste que supone renegociar estos convenios, con frecuencia se incluyen en los mismos elementos adicionales, tales como primas y horas extraordinarias. El crecimiento de los sueldos y salarios efectivamente pagados difiere pues del de los salarios negociados, y la deriva salarial es la diferencia entre ambos conceptos. Por lo tanto, es más probable que el efecto de cambios en la situación económica, como una mejora del mercado de trabajo, quede reflejado a corto plazo en el componente de deriva salarial. En consecuencia, es fundamental medir y comprender la evolución de la deriva salarial para evaluar las perspectivas salariales a corto plazo.

No se dispone de datos observados del componente de deriva salarial de la remuneración, por lo que es necesario formular estimaciones. Para estimar la deriva salarial de la zona del euro, se considera

¹ Para un análisis más detallado de las diferencias conceptuales y estadísticas existentes entre estos dos indicadores, véase el recuadro 4, titulado «Comparación de los indicadores disponibles de costes laborales de la zona del euro: diferencias conceptuales y comportamiento en el período 1999-2002», en el Boletín Mensual de junio del 2003.

Gráfico Remuneración por asalariado y deriva salarial de la zona del euro

(tasas de variación interanual, datos anuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Teniendo en cuenta estas limitaciones, el crecimiento interanual de la deriva salarial de la zona del euro se estima como un componente residual del crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, tras deducir el crecimiento de las cotizaciones sociales a cargo de los asalariados y de la empresa, y el crecimiento de los salarios negociados. El gráfico muestra la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, desglosada entre estos tres componentes, así como una estimación de la deriva salarial en el período 1996-2005. Debido a las mencionadas limitaciones y al hecho de que la deriva salarial se mide como un componente residual, estas estimaciones han de considerarse con cautela.

Los resultados del desglose muestran que, en comparación con los salarios negociados, la deriva salarial contribuye mucho menos a la evolución de la remuneración total por asalariado. Pese a ello, el componente de deriva salarial proporciona alguna información sobre el perfil cíclico de crecimiento de la remuneración por asalariado. Durante el período de bajo crecimiento del PIB real observado recientemente, la deriva salarial ha sido reducida o negativa, alcanzando un mínimo de -0,5 puntos porcentuales en el 2003. Más allá de un crecimiento ligeramente menor de los salarios negociados, en los cuatro últimos años la deriva salarial ha sido, en promedio, levemente negativa, por lo que se estima que ha contribuido a moderar la evolución de los salarios nominales. La deriva salarial se tornó negativa después de registrar valores positivos durante tres años, entre 1999 y 2001, período de relativa pujanza de la actividad económica de la zona del euro. Esta evolución parece confirmar que la deriva salarial es el componente de los salarios que responde a variaciones a corto plazo de la actividad económica y de la situación del mercado de trabajo. Además de la contribución de la deriva salarial, cabe destacar que el crecimiento de las cotizaciones sociales también varía sensiblemente a lo largo del tiempo. En el período comprendido entre los años 1998 y 2002, se observó una importante contribución negativa de la deriva salarial al crecimiento de los salarios, lo que atenuó, en cierta medida, el impacto alcista de la deriva salarial positiva sobre el crecimiento de los salarios.

El corto período de tiempo disponible para evaluar los determinantes de la deriva salarial dificulta su medición. La evidencia presentada en el gráfico sugiere también que la deriva salarial puede estar relacionada con factores cíclicos. Durante los ciclos de expansión económica, dado que aumentan

que el indicador de salarios negociados de la zona elaborado por el BCE ofrece una representación estadística útil del salario base pactado. Sin embargo, en este contexto el indicador presenta dos limitaciones que hay que tomar en consideración. En primer lugar, la serie de salarios negociados se basa en datos nacionales agregados no armonizados. En segundo lugar, en algunos países de la zona del euro todavía existen cláusulas de indicación de los salarios con la inflación observada. Por lo general, estas cláusulas no están recogidas en el indicador de salarios negociados. En consecuencia, si se aplican estas cláusulas, la deriva salarial puede reflejar también los efectos de indicaciones salariales negociadas previamente. En lo que respecta a los sueldos y salarios efectivamente pagados, el dato más fiable es el crecimiento de la remuneración por asalariado.

la demanda y la producción y crecen las tensiones en los mercados de trabajo, componentes de la deriva salarial como las primas y las horas extraordinarias pueden crecer más rápidamente que el salario base en determinados sectores, regiones o empleos. Por otro lado, también puede influir de forma significativa una evolución inesperada de los factores determinantes de los salarios pactados en convenios colectivos (por ejemplo, desviaciones con respecto al crecimiento previsto de la productividad) y de la situación del mercado de trabajo. Sin embargo, debido a los problemas de medición mencionados anteriormente, los efectos de las cláusulas de indicación de los salarios también quedan recogidos en la deriva salarial estimada. Ya que, en los últimos años, la inflación ha mostrado con frecuencia una tendencia alcista no esperada, las cláusulas de indicación de los salarios con la inflación observada incluidas en algunos convenios colectivos pueden haber provocado desviaciones al alza del crecimiento de la remuneración por asalariado en relación con el crecimiento de los salarios negociados. Por último, la deriva salarial se ve también influida por factores de índole más estructural. Por ejemplo, cambios en la composición de la población activa y en la cobertura de los convenios colectivos pueden repercutir en la deriva salarial.

En el momento actual, se dispone de escasa información sobre el alcance de la deriva salarial en el primer semestre del 2006. Los últimos datos de costes laborales apuntan a un moderado incremento gradual de los costes salariales nominales. A la vista de la actual situación económica, es preciso realizar un atento seguimiento de las perspectivas salariales, especialmente con objeto de evitar que anteriores aumentos de la inflación tengan efectos de segunda vuelta sobre la determinación de los salarios.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La reciente volatilidad de los precios del petróleo origina una considerable incertidumbre respecto a la evolución a corto plazo de la inflación medida por el IAPC. El descenso de la inflación por debajo del 2% observado en septiembre ha de considerarse con cierta cautela, ya que, basándose en los actuales precios de la energía, la inflación medida por el IAPC volverá probablemente a superar este nivel antes de finales del presente año. En particular, los efectos de base de anteriores fluctuaciones de los precios del petróleo ejercerán probablemente presiones al alza sobre la inflación hacia finales del 2006. Posteriormente, se espera que el aumento del IVA alemán tenga un acusado efecto alcista sobre la inflación medida por el IAPC general a comienzos del 2007. No obstante, sólo se espera un lento crecimiento de las presiones inflacionistas internas subyacentes, debido a la constante moderación salarial y a los efectos de la elevada competencia mundial.

Sin embargo, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen siendo claramente alcistas. La inflación medida por el IAPC podría verse afectada por subidas de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas más altas de lo previsto y por incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos. A corto plazo, la reciente volatilidad de los precios de los alimentos no elaborados podría plantear también cierto riesgo alcista. Además, en el contexto de mejores perspectivas para el mercado de trabajo y para el crecimiento económico, existe el riesgo de que las presiones salariales sean mayores de lo que indican las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE en septiembre del 2006.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La primera estimación de Eurostat sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2006 confirmó que la economía de la zona del euro había avanzado a un fuerte ritmo en el primer semestre del año. La expansión se vio impulsada, principalmente, por la demanda interna, en particular por la inversión, y favorecida por la mejora registrada en el mercado de trabajo. La última información disponible, incluida la producción industrial y los datos procedentes de las encuestas, sugiere que el crecimiento seguirá siendo sólido en el tercer trimestre del año, aunque, muy probablemente, será ligeramente inferior a las tasas de crecimiento observadas en el primer semestre del año. De cara al futuro, se espera que la expansión económica se base tanto en factores externos como internos. No obstante, en el largo plazo se mantienen los riesgos a la baja para estas perspectivas, relacionados con una nueva subida de los precios del petróleo, con una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y con presiones proteccionistas.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

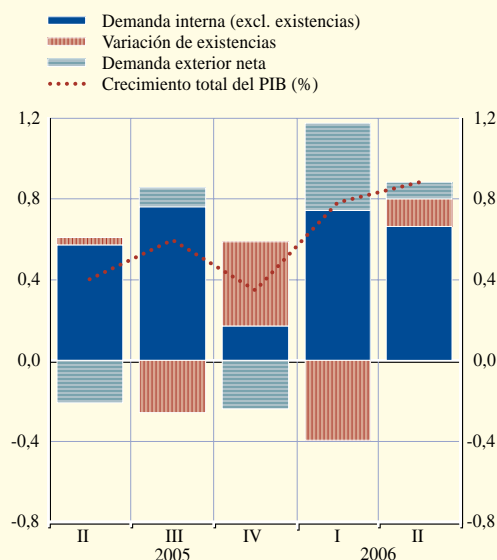
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La primera estimación de Eurostat sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2006 confirmó que la actividad económica había registrado un avance del 0,9%, en tasa intertrimestral, tras un crecimiento del 0,8% en el primer trimestre, que se revisó al alza en 0,2 puntos porcentuales (véase gráfico 22).

El principal factor que impulsó la actividad económica en el segundo trimestre fue la demanda interna (excluidas las existencias), que contribuyó en 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, al igual que en el primer trimestre. La inversión mostró un considerable dinamismo, alcanzando una tasa de crecimiento intertrimestral del 2,1%, mientras que el crecimiento del consumo se desaceleró un 0,3% en tasa intertrimestral. Por el contrario, la contribución de la demanda exterior neta se redujo de forma acusada hasta el 0,1%, frente al 0,4% del trimestre anterior, debido a un descenso del crecimiento de las exportaciones mayor que el de las importaciones. Por último, la contribución de las existencias fue ligeramente positiva en el segundo trimestre, tras una aportación negativa en el trimestre anterior.

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.

En tasa intertrimestral. Por el contrario, la contribución de la demanda exterior neta se redujo de forma acusada hasta el 0,1%, frente al 0,4% del trimestre anterior, debido a un descenso del crecimiento de las exportaciones mayor que el de las importaciones. Por último, la contribución de las existencias fue ligeramente positiva en el segundo trimestre, tras una aportación negativa en el trimestre anterior.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La composición de la actividad económica por ramas de producción pone de manifiesto que el crecimiento registrado en el primer semestre del año fue generalizado. El crecimiento del valor añadido en los servicios aumentó de nuevo en el segundo trimestre, debido sobre todo al buen comportamiento de los servicios de mercado. Además, el crecimiento del valor añadido en la industria, excluida la construcción, siguió siendo considerable, y mostró tasas de crecimiento que no se habían observado desde mediados del año 2000. Por último, el valor añadido en la construcción se recuperó sustancial-

mente en el segundo trimestre, a consecuencia, en parte, de las condiciones meteorológicas excepcionalmente frías del primer trimestre.

Los datos disponibles indican que la actividad industrial en la zona del euro se ralentizó a comienzos del tercer trimestre, lo que apunta a una ligera desaceleración de la actividad económica. La producción industrial (excluida la construcción) cayó un 0,4%, en tasa intermensual, en julio, tras haberse mantenido estabilizada en junio (revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales). Este descenso se debe, en parte, a factores técnicos relacionados con el ajuste estacional, pues la caída de las series desestacionalizadas de la zona del euro es mayor que la que resulta de agregar los datos desestacionalizados de los distintos países. El descenso de la producción entre junio y julio fue generalizado en todas las ramas, salvo en el sector eléctrico, donde la producción creció, tras las considerables reducciones de los meses anteriores. Los mayores descensos se registraron en la producción de bienes de consumo, lo que refleja caídas en la producción tanto de bienes duraderos como no duraderos, así como en la producción de bienes intermedios, mientras que la de bienes de equipo se mantuvo prácticamente sin cambios. En términos de medias móviles de tres meses, la producción industrial de las manufacturas se aceleró nuevamente en el período comprendido entre mayo y julio, y aumentó un 1,7% con respecto al período anterior (véase gráfico 23), lo que sigue reflejando el fuerte crecimiento observado en mayo.

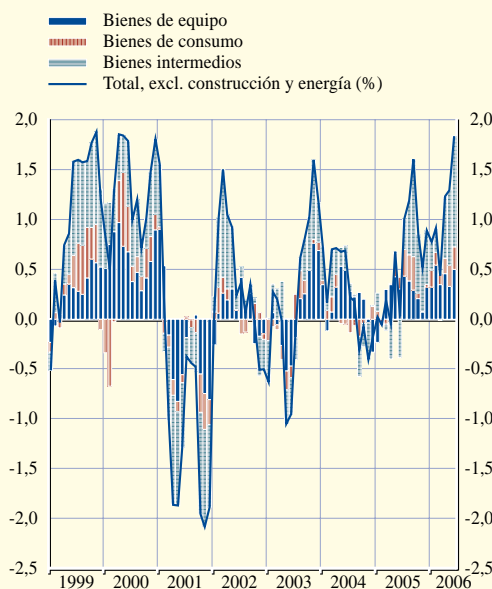
Por último, en las manufacturas, los nuevos pedidos aumentaron en julio a una tasa intermensual del 1,8%, tras una disminución relativamente importante en junio (2,2%). La evolución de la media móvil de tres meses, que es menos volátil, confirma esta mejora.

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

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea registró un incremento en septiembre, mientras que el índice de directores de compras de las manufacturas se mantuvo sin cambios (véase gráfico 24). En media del tercer trimestre, ambos indicadores permanecieron inalterados con respecto al trimestre anterior, en el que los niveles que se alcanzaron fueron elevados desde una perspectiva histórica. En el tercer trimestre, los movimientos de los componentes del índice de directores de compras fueron dispares. La valoración de los cambios en el producto y en los nuevos pedidos experimentó el mayor descenso, que se vio contrarrestado por la mejora de la valoración relativa a las existencias de bienes adquiridos y por la reducción de los plazos de entrega de los proveedores. En cuanto al indicador de confianza de la Comisión Europea, la mejora de la valoración de la cartera de pedidos en el tercer trimestre se vio casi totalmente contrarrestada por el empeoramiento de la valoración de las existencias y, en menor medida, de la valoración de las expectativas de producción.

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

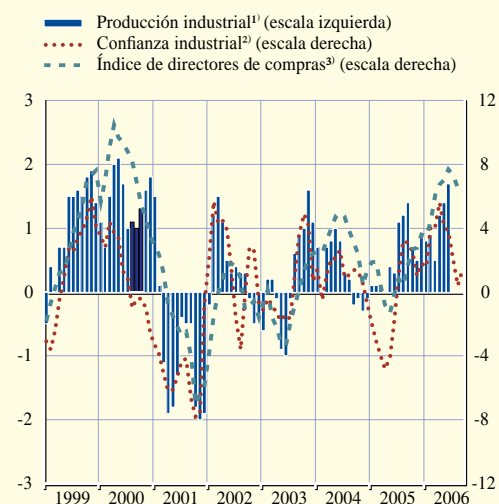


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

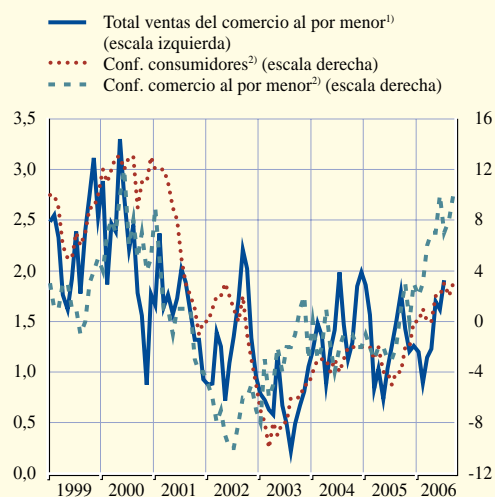
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

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.

Por lo que se refiere a los servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea descendió en septiembre, pero se incrementó en el tercer trimestre. Este incremento se debió a la mejora de la demanda reciente y de la demanda esperada, mientras que la valoración del clima empresarial experimentó un ligero deterioro. Por el contrario, el indicador de actividad del índice de directores de compras de los servicios siguió reduciéndose en septiembre, así como en el conjunto del tercer trimestre, aunque partía de un nivel muy elevado. La evolución reciente del indicador sigue respaldando la idea de que se mantiene el sólido crecimiento de los servicios en la zona del euro.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

La evolución reciente de las ventas al por menor constituye una señal positiva del crecimiento del consumo privado al inicio del tercer trimestre. En agosto, el volumen de ventas al por menor aumentó un 0,7%, en tasa intermensual, tras una subida del 0,4% en julio (cifra revisada a la baja en 0,2 puntos porcentuales). Además, en términos de medias móviles de tres meses, se produjo un incremento de un 1,9% en agosto, frente al 1,7% de julio (véase gráfico 25). Las matriculaciones de automóviles registraron un alza en agosto, tras el marcado descenso experimentado en julio. En términos de medias móviles de tres meses, los datos actualmente disponibles apuntan a una reducción de las matriculaciones de automóviles al inicio del tercer trimestre, tras un incremento del 1,7% en el trimestre precedente.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea aumentó en septiembre, tras un leve descenso en agosto. En general, la confianza de los consumidores se incrementó en el tercer trimestre, confirmando la tendencia positiva observada en el primer semestre del este año. Este incremento es atribuible, sobre todo, a una mejora de las expectativas relativas al desempleo, mientras que la valoración de la situación económica y financiera esperada y las expectativas de ahorro se mantuvieron prácticamente sin cambios.

En general, los últimos datos procedentes de las encuestas y de los indicadores del gasto de los hogares ofrecen una señal positiva para el crecimiento del consumo privado al inicio del tercer trimestre.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

La última información disponible confirma la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro durante el 2006. El crecimiento del empleo se fortaleció en el segundo trimestre y se espera que la tasa de desempleo mantenga su tendencia a la baja en el tercer trimestre. Las expectativas de creación de empleo, aunque últimamente muestran señales contradictorias, también respaldan el panorama de mantenimiento del crecimiento del empleo en el corto plazo.

DESEMPLEO

La tasa de paro normalizada de la zona del euro aumentó ligeramente entre julio y agosto del 2006, hasta situarse en el 7,9% (véase gráfico 26). Sin embargo, este aumento es consecuencia, principalmente, de un efecto de redondeo. El número de parados de la zona del euro se incrementó en torno a 7.000 personas en agosto, frente al descenso del mes anterior, que se cifró en unas 15.000 personas. Aunque la evolución de agosto se debe parcialmente a la elevada volatilidad que esta serie ha mostrado en algunos países, la reducción del número de desempleados parece haberse moderado en los últimos meses. Se supone que ello está asociado, en parte, al incremento de la tasa de actividad, que concuerda con las mejores perspectivas del mercado de trabajo.

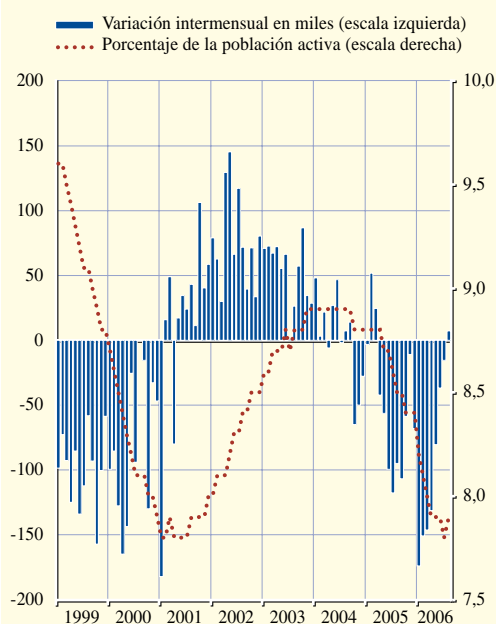
EMPLEO

Los últimos datos disponibles confirman el gradual fortalecimiento de la evolución del empleo desde el inicio del 2005, que ha pasado de un crecimiento intertrimestral del 0,1% en el primer trimestre del 2005 al 0,4% registrado en el segundo trimestre de este año (véase cuadro 7). La información de que se dispone a escala nacional sugiere que la evolución reciente es el resultado de un crecimiento sostenido del empleo en los servicios, sobre todo en los servicios de mercado, y de la aceleración del empleo en la construcción. Además, se espera que el empleo en la industria, excluida la construcción, haya contribuido de modo menos negativo al crecimiento total del empleo.

Las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y de los indicadores de empleo del índice de directores de compras mostraron una mejora entre agosto y septiembre en el caso de la industria. Por el contrario, ambos indicadores fueron menos positivos en el caso de los servicios, señalando bien un ligero descenso o niveles prácticamente estables. En general, las expectativas de empleo siguen situándose en niveles elevados durante el tercer trimestre y concuerdan con la valoración de que la situación del mercado de trabajo de la zona del euro está mejorando gradualmente, al fortalecerse la actividad económica.

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información disponible sugiere que el crecimiento económico debería mantener su solidez en el corto plazo, aunque se situará ligeramente por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el primer semestre del año. Esta valoración se basa tanto en factores externos como internos. En la vertiente exterior, la actividad económica mundial sigue siendo bastante vigorosa y proporciona un apoyo continuado a las exportaciones de la zona del euro. En el plano interno, la continua mejora de la confianza empresarial indica que las perspectivas a corto plazo de la inversión mantienen su solidez. Además, se prevé que el consumo sea más dinámico en los próximos trimestres, en consonancia con los aumentos de la renta real disponible, al seguir mejorando la situación en el mercado de trabajo. Se considera que los riesgos para estas perspectivas están equilibrados en el corto plazo y que son a la baja en el largo plazo, lo que está relacionado, principalmente, con la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo, la corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y las presiones proteccionistas.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En términos efectivos nominales, el euro siguió cotizando dentro de un margen relativamente estrecho en septiembre, depreciándose, en total, medio punto porcentual en el transcurso del mes. El debilitamiento del euro fue resultado, principalmente, de su depreciación frente al dólar estadounidense y, en menor medida, frente al renminbi chino.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

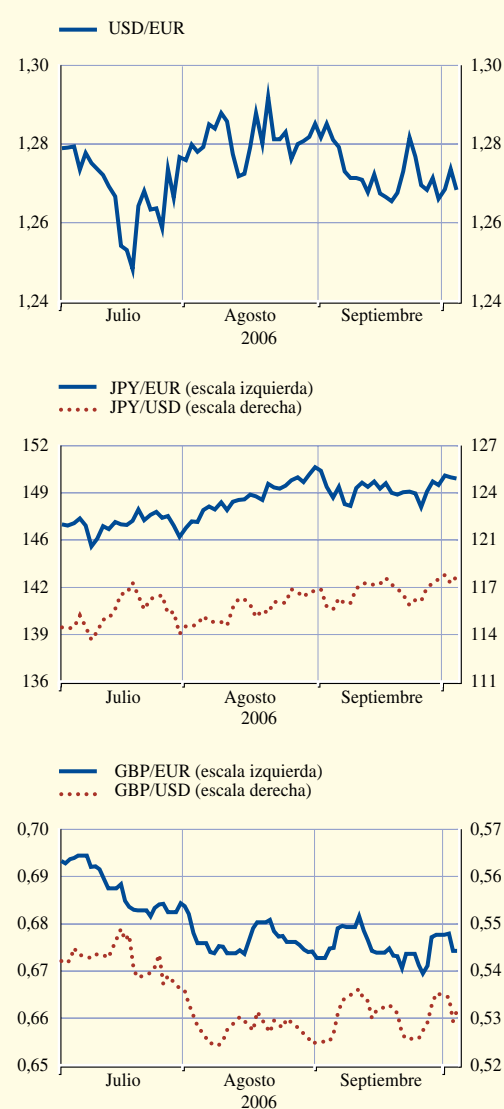
A diferencia de la evolución observada en agosto, el euro tendió a depreciarse frente al dólar estadounidense en septiembre (véase gráfico 27). Gran parte de esa depreciación se produjo en las tres primeras semanas del mes, a pesar de las expectativas a corto plazo de los mercados respecto a nueva reducción de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. La notable caída de los precios del petróleo, y su potencial impacto en las perspectivas para Estados Unidos son los principales factores que parecen haber respaldado al dólar durante este período. Hacia finales de septiembre y principios de octubre el euro recuperó parte de su fortaleza frente a la moneda estadounidense y tendió a estabilizarse, a partir de entonces, en torno a 1,27 dólares por euro. Aparentemente, esta evolución se asoció a nuevos indicios sobre una posible moderación del crecimiento de la economía estadounidense, que se han manifestado en una nueva desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda y en un inesperado deterioro del clima empresarial. El 4 de octubre, el euro cotizaba a 1,27 dólares estadounidenses, es decir, un 1,3% por debajo del nivel de finales de agosto y un 2% por encima de la media del 2005.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras alcanzar un máximo histórico de 150,6 yenes el 1 de septiembre, el euro comenzó a depreciarse frente a la moneda japonesa en las tres primeras semanas del mes (véase gráfico 27). Este cambio de tendencia podría haber sido provocado al conocerse los datos que muestran un elevado nivel de gasto de capital en Japón. Al mismo tiempo, el clima de los mercados también parece favorecer más a la moneda japonesa, como se aprecia en los datos sobre derivados de divisas. No obstante, hacia finales de septiembre y principios de octubre, la moneda única repuntó hasta niveles próximos a

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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 $\pm 15\%$.

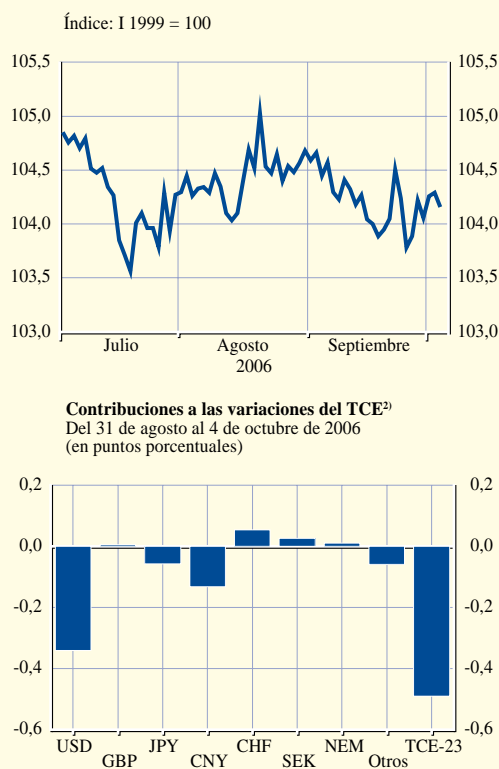
los observados a finales de agosto. El 4 de octubre, el euro cotizaba a 149,8 yenes, es decir, casi sin variación respecto al nivel de finales de agosto y un 9,5% por encima de la media del 2005.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En septiembre, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a la paridad central o en torno a dicha paridad (véase gráfico 28). La corona eslovaca continuó fortaleciéndose y, el 4 de octubre, cotizaba un 3,1% por encima de su paridad central en el MTC II. El 26 de septiembre, el Národná banka Slovenska elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 4,75%. Por lo que respecta a otros Estados miembros de la UE, el euro se mantuvo estable frente a la libra esterlina, cotizando el 4 de octubre a 0,67 libras, es decir, al mismo nivel que a finales de agosto y un 1,4% por debajo de la media del 2005, y se apreció ligeramente (0,6%) frente a la corona sueca. En cuanto a las monedas de los nuevos Estados miembros más grandes de la UE, el euro también se mantuvo prácticamente estable durante el período de referencia frente a la corona checa, el zloty

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

(datos diarios)



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.

polaco y el forint húngaro. La relativa estabilidad del forint en septiembre y en los primeros días de octubre se produjo a pesar de las recientes tensiones políticas en Hungría. La decisión adoptada por el Magyar Nemzeti Bank de elevar el tipo de interés oficial en 50 puntos básicos (hasta el 7,75%) el 25 de septiembre podría haber contribuido a explicar la evolución de la moneda húngara durante este período.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de agosto y el 4 de octubre, el curso se apreció un 4% frente a la corona noruega, principalmente como resultado de las posibles repercusiones del acusado descenso de los precios del petróleo en la economía noruega. El euro se apreció frente al dólar australiano (1,4%), el franco suizo (0,9%) y el dólar canadiense (0,5%), y se depreció frente al renminbi chino (1,9%) y la mayoría de las monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como resultado de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales del euro, el 4 de octubre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 0,5% por debajo del nivel de finales de agosto y un 1,2% por encima de la media del año 2005 (véase gráfico 29).

5.2 BALANZA DE PAGOS

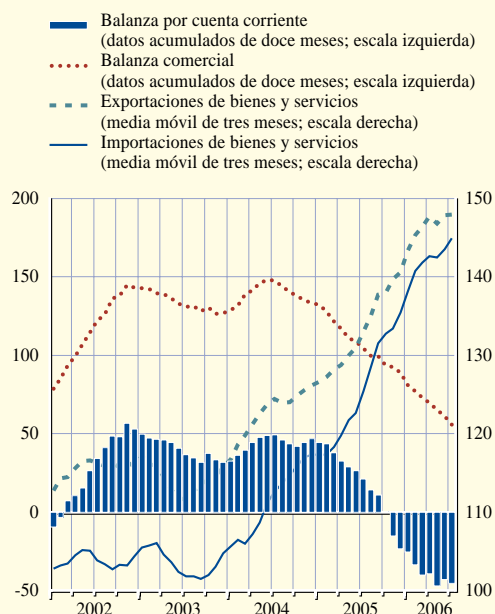
Los últimos datos disponibles de balanza de pagos, correspondientes a julio del 2006, muestran una desaceleración del crecimiento, tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, con respecto a las tasas excepcionalmente sólidas observadas en los meses anteriores del año. La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit del 0,6% del PIB en julio, frente al superávit contabilizado el año anterior; este cambio de signo se debió, principalmente, a una caída del superávit comercial, como consecuencia del aumento del precio de las importaciones de petróleo y de otras materias primas. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por valor de 41,3 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta julio, fundamentalmente como resultado de las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El crecimiento de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios en términos nominales ha experimentado un descenso en los últimos meses, tras haberse registrado tasas de crecimiento excepcionalmente altas en los meses anteriores del año. En julio del 2006, la media móvil de tres meses de las exportaciones y las importaciones nominales creció un 0,1% y un 1,6%, respectiva-

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2006 Jun	2006 Jul	2005 Oct	2006 Ene	2006 Abr	2006 Jul	2005 Jul	2006 Jul
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	5,2	-4,8	-4,8	-5,1	-2,9	-2,4	21,0	-45,7
Bienes	2,7	-2,1	2,5	1,3	1,7	0,2	73,4	17,2
Exportaciones	114,0	113,3	104,2	108,0	112,8	112,7	1.162,2	1.313,1
Importaciones	111,3	115,4	101,7	106,7	111,1	112,4	1.088,7	1.295,9
Servicios	2,8	3,0	2,8	3,9	3,4	2,8	31,1	38,6
Exportaciones	35,3	35,4	33,8	35,3	35,0	35,3	377,6	417,9
Importaciones	32,5	32,4	31,0	31,4	31,5	32,5	346,4	379,4
Rentas	2,7	0,6	-4,1	-4,7	-1,8	-0,6	-24,7	-33,9
Transferencias corrientes	-3,0	-6,2	-5,9	-5,6	-6,3	-4,8	-58,9	-67,6
Cuenta financiera¹⁾	11,0	13,5	6,9	-2,3	28,5	20,5	76,3	160,8
Total inversiones directas y de cartera netas	58,8	-6,7	-3,2	-31,0	14,3	33,7	124,0	41,3
Inversiones directas netas	-7,7	-8,9	-6,8	-3,8	-5,8	-5,6	-135,1	-66,2
Inversiones de cartera netas	66,5	2,1	3,6	-27,2	20,1	39,3	259,1	107,5
Acciones y participaciones	62,1	39,7	5,0	1,8	6,7	35,8	192,3	148,0
Valores distintos de acciones	4,3	-37,5	-1,4	-29,0	13,4	3,5	66,9	-40,5
Bonos y obligaciones	15,3	-13,1	-11,0	-20,8	11,9	15,2	42,6	-14,3
Instrumentos del mercado monetario	-10,9	-24,4	9,6	-8,2	1,5	-11,7	24,3	-26,2
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,4	-0,5	3,8	3,8	3,1	0,1	7,7	12,4
Importaciones	0,5	2,8	5,9	4,0	3,3	1,6	11,9	16,7
Bienes								
Exportaciones	3,0	-0,7	3,8	3,6	4,4	-0,1	7,3	13,0
Importaciones	0,6	3,7	6,8	4,9	4,1	1,2	13,4	19,0
Servicios								
Exportaciones	0,6	0,2	3,7	4,3	-0,8	0,9	8,8	10,7
Importaciones	0,1	-0,3	2,9	1,2	0,4	3,1	7,6	9,5

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.

mente, frente a las tasas superiores al 3% registradas en los tres meses transcurridos hasta abril de este año (véanse cuadro 8 y gráfico 30). La desaceleración de las exportaciones se debió, en gran medida, a una caída de las exportaciones de bienes.

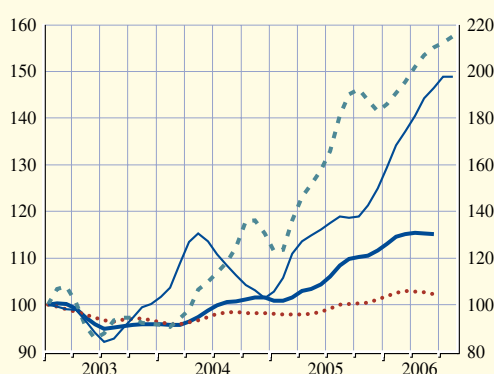
Considerando la desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios (disponible hasta el segundo trimestre del 2006), la desaceleración de las exportaciones en términos nominales en ese trimestre se explica, principalmente, por el menor crecimiento de los precios de exportación (0,1%, en tasa intertrimestral), mientras que las exportaciones en términos reales también experimentaron una ligera desaceleración (hasta el 1,4%). El perfil de las exportaciones reales se debe, en parte, al crecimiento de la demanda exterior, que parece haberse moderado en el segundo trimestre. Además, las exportaciones a Estados Unidos y Asia se redujeron en ese período, y podrían haberse visto afectadas por las pérdidas de competitividad en términos de precio, debido a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense desde comienzos del 2006.

El descenso de la tasa de crecimiento de las importaciones de bienes en términos nominales en el segundo trimestre parece deberse, principalmente, a la evolución de los precios de las importaciones, mientras que las importaciones en términos reales crecieron a un ritmo más moderado. Aunque la sólida actividad

Gráfico 31 Precios de las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro

(índices: enero 2003 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)

- Precios de importación de bienes totales
- Precios de importación manufacturadas (escala derecha)
- - - Precios del Brent en euros (escala derecha)
- Materias primas no energéticas



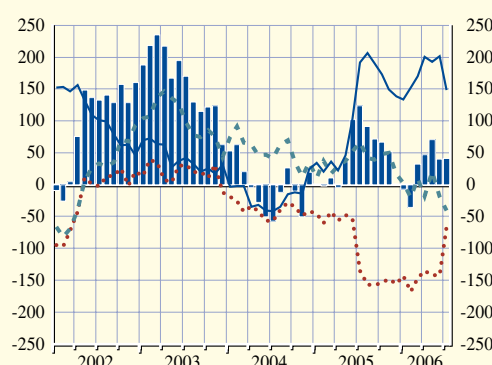
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio del 2006, salvo los precios del Brent y los de las materias primas no energéticas (agosto del 2006).

Gráfico 32 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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

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



Fuente: BCE.

registrada en el ámbito de la zona del euro, así como la apreciación del euro en el primer semestre del 2006, deberían estimular la demanda de importaciones, el debilitamiento de las exportaciones en los últimos meses podría ser un lastre para las importaciones, dada la elevada intensidad en importaciones de las exportaciones. Al mismo tiempo, las importaciones procedentes de países con bajos costes —especialmente de China y de los nuevos Estado miembros de la UE— siguen siendo vigorosas, lo que indica una creciente penetración de importaciones provenientes de este tipo de proveedores¹. En el primer semestre del año, el valor de los bienes importados de China y los nuevos Estados miembros de la UE aumentó en torno al 26% y el 19%, respectivamente, en comparación con el mismo período del año anterior. Como resultado, las importaciones procedentes de estos dos proveedores con costes bajos representan actualmente alrededor del 10% de las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro y, por consiguiente, un porcentaje superior al de las importaciones procedentes de Estados Unidos.

El crecimiento de los precios de importación se redujo notablemente en el segundo trimestre, hasta el 0,1% en tasa intertrimestral (gráfico 31). Aunque los precios de las materias primas importadas, tanto energéticas como no energéticas, siguieron aumentando, su tasa de crecimiento —en términos de euros— fue más moderada en comparación con la evolución de los trimestres anteriores. Al mismo tiempo, los precios de importación de los productos manufacturados descendieron ligeramente en el segundo trimestre, en particular los bienes de equipo y de consumo. La evidente relajación de la presión al alza sobre los precios de importación puede atribuirse, en parte, a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, que contribuyó a moderar los precios de las materia primas, dado que éstos están denominados principalmente en dólares.

1 Para más información sobre el aumento de las importaciones procedentes de países con costes bajos y su impacto véase el recuadro 6 del Boletín Mensual de agosto del 2006.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro acumulada de doce meses registró, en julio del 2006, un déficit de 45,7 mm de euros (alrededor del 0,6% del PIB de la zona del euro). El cambio de signo con respecto al superávit de 21 mm de euros contabilizado el año anterior obedece, en gran medida, al descenso del superávit comercial, como consecuencia del incremento de los precios de importación del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo.

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta julio del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, unas entradas netas mensuales de 33,7 mm de euros (véase cuadro 8), principalmente como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera, mientras que las inversiones directas registraron pequeñas salidas netas. Las entradas netas de inversiones de cartera durante este período correspondieron, fundamentalmente, a acciones y participaciones (35,8 mm de euros), valores que han ido en aumento desde mayo de este año, mientras que las entradas netas de valores distintos de acciones se redujeron ligeramente.

Por lo que respecta a las tendencias de doce meses, la evolución tanto de las inversiones directas como de las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones se ha visto afectada por un efecto de base en julio del 2006. Desde julio del 2005 hasta junio del 2006, las cifras acumuladas de doce meses incluyen los efectos de una operación excepcionalmente grande realizada en julio del 2005, que se tradujo en entradas netas de acciones y participaciones y salidas netas de inversiones directas de la misma magnitud que, por consiguiente, no afectaron a las cifras del agregado de inversiones directas y de cartera (véase el Boletín Mensual de octubre del 2005). Dado que esta operación ya no se refleja en las cifras acumuladas de doce meses, representa la mayor parte del descenso de las salidas netas de inversiones directas y de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones, acumuladas de doce meses, correspondientes a julio del 2006 (véase gráfico 32).

En este contexto, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 41,3 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta julio del 2006, como resultado de unas entradas netas de inversiones de cartera por importe de 107,5 mm de euros, que sólo se compensaron en parte con unas salidas netas de inversiones directas de 66,2 mm de euros. Las fuertes entradas netas de acciones y participaciones (148 mm de euros), como consecuencia del incremento de las adquisiciones netas de este tipo de valores por parte de no residentes, fueron el principal factor determinante de las entradas netas de inversiones de cartera. Al mismo tiempo, los valores distintos de acciones registraron salidas netas por importe de 40,5 mm de euros en el período de doce meses hasta julio del 2006, debido, en particular, a las salidas netas de instrumentos del mercado monetario.

Las grandes compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes pueden haber tenido, su origen, en parte, tanto en el aumento de los rendimientos de ese tipo de valores como en las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales de la zona en relación con los de Estados Unidos en el primer semestre del 2006. Aunque, últimamente, todo lo anterior parece haber tocado a su fin, la mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro y una redistribución general de los flujos transfronterizos de acciones y participaciones desde algunas economías en desarrollo hacia los países desarrollados podrían haber contribuido al aumento de las entradas netas de estos valores de la zona del euro.

ARTÍCULOS

EL CAMBIO DEMOGRÁFICO EN LA ZONA DEL EURO: PROYECCIONES Y CONSECUENCIAS



La evolución demográfica prevista para la zona del euro, al igual que para otras muchas economías industrializadas, se caracteriza por una disminución del ritmo de crecimiento de la población total y de la población en edad de trabajar y por un envejecimiento gradual pero considerable de la población. Esta evolución es el resultado, en general, de unas bajas tasas de fecundidad, unidas a una creciente esperanza de vida, y tendrá una incidencia profunda y amplia sobre la economía de la zona del euro. En este artículo se analizan, en primer lugar, las principales características de las proyecciones demográficas más recientes elaboradas por Eurostat. En segundo lugar, se evalúan las consecuencias que una evolución como la contenida en estas proyecciones puede tener a medio y largo plazo respecto al crecimiento económico, los mercados de trabajo, las finanzas públicas y los mercados financieros de la zona del euro. Por último, se examinan las posibles implicaciones para la política monetaria y se hace hincapié en la acuciante necesidad de llevar a cabo reformas estructurales que ayuden a compensar los efectos negativos del cambio demográfico en la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

Las bajas tasas de fecundidad que se observan en la zona del euro implican una desaceleración del crecimiento demográfico. En efecto, se espera que dentro de unos veinte años la población total de la zona empiece a disminuir en términos absolutos. Por otra parte, la proporción de personas de edad en el total de la población seguirá aumentando y, después del 2020, habrá una persona mayor de 64 años por cada tres personas en edad de trabajar. Todo ello tendrá consecuencias importantes. Por ejemplo, la composición de la oferta de trabajo cambiará, a medida que crezca el porcentaje de trabajadores de más edad, y la oferta total de trabajo podrá incluso descender, al reducirse la población en edad de trabajar. Esto podría originar presiones a la baja sobre el crecimiento medio del PIB real y el crecimiento del PIB real per cápita, con repercusiones significativas sobre los sistemas de pensiones de reparto y de asistencia sanitaria. El envejecimiento de la población también podría alterar el equilibrio entre el ahorro y la inversión de los hogares, lo que posiblemente influiría, por ejemplo, en los precios de los activos y los flujos de capital.

Este artículo tiene por objeto analizar las principales características de los cambios demográficos previstos en la zona del euro y evaluar su posible incidencia económica. En el artículo se efectúa una valoración preliminar de las posibles implicaciones de estos cambios para la política monetaria y se subraya el importante papel que pueden desempeñar las reformas estructurales para contribuir a contrarrestar los efectos negativos del envejeci-

miento de la población. El análisis se basa en la composición actual de doce Estados miembros de la zona del euro. Aunque la zona del euro se ampliará probablemente antes de finales del 2050 (el horizonte temporal considerado), no se conoce con certeza el alcance de la ampliación. En el análisis se contemplan varios escenarios de posibles medidas, pero antes del 2050 pueden producirse reformas significativas, que no se pueden prever totalmente. Así pues, lo que se pretende en este artículo es presentar una panorámica de la posible evolución macroeconómica de la actual zona del euro ante la perspectiva del cambio demográfico.

En el resto del artículo se abordan los temas siguientes. En la segunda sección, se examinan las proyecciones demográficas más recientes de Eurostat para la zona del euro y los supuestos en que se basan, en comparación con las proyecciones demográficas relativas a Estados Unidos publicadas por las Naciones Unidas. En la tercera sección se analizan, desde una perspectiva contable, las implicaciones que las futuras tendencias demográficas puedan tener para el crecimiento económico de la zona del euro. En la cuarta sección se estudia el posible impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público, especialmente sobre los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria y, en la quinta, la relación entre la evolución demográfica y el comportamiento de los mercados financieros. En el recuadro se ofrece una valoración preliminar de las posibles implicaciones de los cambios demográficos para la política monetaria. La sexta sección destaca la importancia de las reformas estructurales, que pueden contribuir a compensar algunos de los efectos negativos de los

cambios demográficos previstos para la zona del euro. Por último, en la séptima sección se presentan las conclusiones del trabajo.

2 PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS

Las proyecciones demográficas de Eurostat apuntan a un descenso gradual del crecimiento de la población total de la zona del euro (similar al que se prevé para la UE) hasta el 2050¹. Este descenso no se distribuye de forma equilibrada entre los distintos grupos de edad, observándose un menor crecimiento de la población en edad de trabajar (que se define, en aras de la simplicidad, como las personas con edades comprendidas entre 15 y 64 años, aunque en algunos países se está estudiando elevar la edad de jubilación). Según las proyecciones, esta población comenzará a disminuir después del 2012 (véase gráfico 1). Al mismo tiempo, se espera que siga aumentando el número de personas que no están en edad de trabajar. Estas dos tendencias implican, ceteris paribus, un incremento gradual de la tasa de dependencia total (definida como el porcentaje de personas menores de 15 años y mayores de 64 años en relación con la pobla-

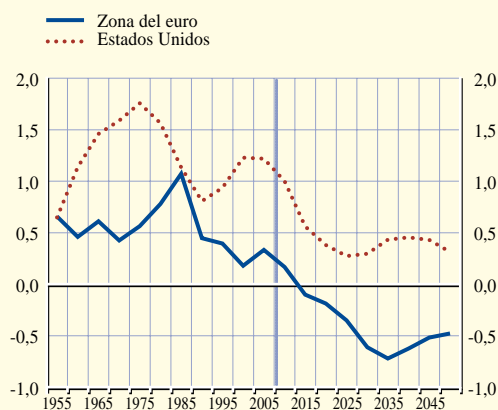
ción en edad de trabajar) de la zona del euro, que ascenderá, según las previsiones, desde alrededor del 50%, en que se sitúa actualmente, hasta un nivel próximo al 80% en torno al 2050.

La elevación de la tasa de dependencia total es consecuencia, principalmente, del aumento de la tasa de dependencia de los mayores (definida como el porcentaje de personas mayores de 64 años en relación con la población en edad de trabajar), que se estima continuará ascendiendo, desde el 26% actual, hasta cerca del 55% en el 2050 (véase gráfico 2). Por el contrario, se espera que, tras descender gradualmente desde casi el 40% en que se situaba en 1970, la tasa de dependencia de los jóvenes (definida como el porcentaje de personas menores de 15 años en relación con la población en edad de trabajar) se estabilice en los niveles actuales cercanos al 24%.

1 Para la zona del euro, las principales proyecciones de referencia son las elaboradas por Eurostat para el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica de la UE, publicadas en febrero del 2006. Para más detalles sobre los aspectos metodológicos y las hipótesis consideradas, véase Comisión Europea y Comité de Política Económica, «The 2005 EPC projections of age-related expenditure (2004-2050) for the EU25 Member States: underlying assumptions and projection methodologies» en European Economy Special Report 4/2005.

Gráfico 1 Evolución histórica y proyecciones del crecimiento de la población en edad de trabajar en la zona del euro y en Estados Unidos

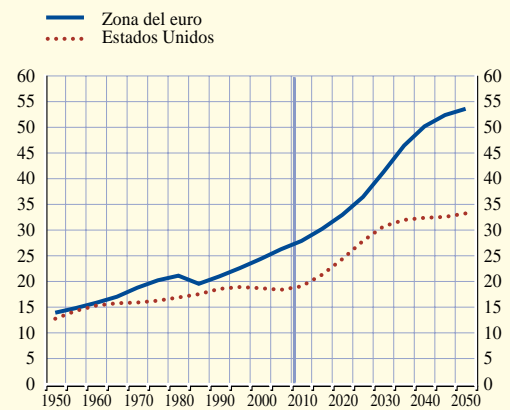
(tasas medias de variación anual; porcentajes)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de Eurostat y de las Naciones Unidas.
Notas: La población en edad de trabajar se define como la población con edades comprendidas entre 15 y 64 años. La tasa de crecimiento es la tasa media de variación anual a lo largo de períodos de cinco años que terminan en el año indicado.

Gráfico 2 Evolución histórica y proyecciones de la tasa de dependencia de los mayores en la zona del euro y en Estados Unidos

(porcentajes)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de Eurostat y de las Naciones Unidas.
Nota: La tasa de dependencia de los mayores se define como el porcentaje de población de 65 años o más en relación con la población en edad de trabajar.

Cuadro 1 Resumen de los cambios agregados de población de los países de la zona del euro

(tasa de variación porcentual, para la población total y por grupos de edad; variación en puntos porcentuales, para las tasas de dependencia)

	Población total	Jóvenes (entre 0 y 14 años)	Población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años)	Mayores (65 años y más)	Tasa de dependencia de los mayores	Tasa de dependencia de los jóvenes
	Tasa de variación porcentual de 2004 a 2050				Variación en puntos porcentuales de 2004 a 2050	
Bélgica	4	-11	-8	67	21	-1
Alemania	-6	-22	-19	57	25	-1
Grecia	-3	-18	-21	80	34	1
España	2	-19	-21	111	41	1
Francia	9	-7	-4	77	21	-1
Irlanda	36	4	16	219	29	-2
Italia	-7	-25	-24	64	33	0
Luxemburgo	42	26	30	124	15	-1
Países Bajos	8	-9	-4	91	20	-1
Austria	1	-24	-15	95	30	-2
Portugal	-4	-21	-22	83	34	1
Finlandia	0	-14	-14	73	23	1
Zona del euro	0	-17	-16	75	28	0
Estados Unidos	34	10	24	124	15	-4

Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de Eurostat y de las Naciones Unidas.

Estas cifras agregadas correspondientes a la zona del euro incorporan algunas diferencias significativas en cuanto a la magnitud y el ritmo del cambio demográfico de los distintos países de la zona, cuyas características se presentan de forma resumida en el cuadro 1, que recoge su evolución hasta el 2050. Según se aprecia en el cuadro, en algunos países, como Alemania e Italia, se prevé una fuerte reducción de la población total, de la población joven y de la población en edad de trabajar, mientras que en algunos países de menor tamaño, como Irlanda y Luxemburgo, se espera un incremento de la población. En general, estas tendencias son el resultado de tasas de fecundidad relativamente altas (Irlanda) o crecientes (Luxemburgo). Sin embargo, se observa una tendencia común en todos los países de la zona del euro, en los que se prevé un pronunciado aumento de la población de 65 años o más, que elevará sensiblemente la tasa de dependencia de los mayores.

Las proyecciones demográficas relativas a Estados Unidos se diferencian de las de la zona del euro en varios aspectos (véanse gráficos 1 y 2)². En primer lugar, se prevé que en Estados Unidos el crecimiento de la población en edad de trabajar disminuirá gradualmente, pero no se tornará negativo, pasando del

nivel actual situado en torno al 1% anual a cerca del 0,5% anual después del 2020. En segundo lugar, se espera que la tasa de dependencia ascienda, en general, en Estados Unidos, como en la zona del euro, aunque desde un nivel en torno al 50% hasta cerca del 60% después del 2030. Al igual que en la zona del euro, el aumento de la tasa de dependencia total previsto para Estados Unidos es el resultado de patrones divergentes de las tasas de dependencia por grupos de edad: según las proyecciones, la tasa de dependencia de los jóvenes se reducirá ligeramente, mientras que la tasa de dependencia de los mayores aumentará. Sin embargo, en Estados Unidos se espera que el incremento de la tasa de dependencia de los mayores sea mucho menor que en la zona del euro. Por lo tanto, la principal diferencia entre la zona del euro y Estados Unidos es que, aun cuando ambas áreas afrontan un envejecimiento gradual de la población, en la zona del euro este proceso es mucho más acusado.

Las diferencias entre los patrones que se desprenden de las proyecciones demográficas para Esta-

2 Para Estados Unidos, las principales proyecciones demográficas de referencia son las proyecciones del escenario central, que figuran en la revisión del 2004 de la base de datos de las Naciones Unidas sobre población, publicada en febrero del 2005.

dos Unidos y la zona del euro se producen como consecuencia de que las principales hipótesis relativas a la evolución futura que se espera para la fecundidad, la esperanza de vida y la inmigración neta son también muy diferentes. Concretamente, en la zona del euro se supone que la tasa de fecundidad (definida como la media de nacimientos por mujer) se mantendrá prácticamente estable en su bajo nivel actual de alrededor de 1,5 hijos por mujer (por debajo de la tasa de sustitución de 2,1 hijos por mujer). En Estados Unidos se espera que la tasa de fecundidad (actualmente situada en torno a 2 hijos por mujer) permanezca muy por encima de la correspondiente tasa de la zona del euro, aunque disminuirá ligeramente en la próxima década (hasta 1,9 hijos por mujer). Se supone que la esperanza de vida al nacer (definida como el número medio de años que se espera que pueda vivir una persona, realizándose esta previsión en el momento de su nacimiento y en función de las tasas de mortalidad vigentes en el área y en el período considerados) aumentará a lo largo del período de la proyección tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (unos seis años para los hombres y cinco años para las mujeres en la zona del euro). Al mismo tiempo, se prevé que la esperanza de vida se mantendrá en la zona del euro más alta que en Estados Unidos. En ambas áreas, se espera que las tasas netas de inmigración (definidas como el número de inmigrantes menos el número de emigrantes, por cada 1.000 personas) experimenten una desaceleración, aunque continuarán siendo positivas. Sin embargo, se supone que en Estados Unidos la tasa neta de inmigración (que debería descender desde una media de 4 en el período 2000-2005 hasta cerca de 2,8 en el período 2045-2050) permanecerá muy por encima de los niveles de la zona del euro (donde se prevé un descenso de la tasa neta de inmigración desde el nivel históricamente alto de casi 4 alcanzado, en promedio, en el período 2000-2005 —debido, principalmente, a la evolución reciente de la inmigración en España— hasta cerca de 1,9 en el período 2045-2050). Las diferencias entre las tasas netas de inmigración de ambas áreas también pueden contribuir a explicar las diferencias en las tasas previstas de fecundidad y de dependencia, ya que los inmigrantes suelen ser personas jóvenes con una

tasa media de fecundidad más alta.

Huelga decir que las proyecciones demográficas son inciertas. Se basan en hipótesis que pueden recoger de forma imprecisa los cambios futuros. Además, con el tiempo varios países pueden modificar, por ejemplo, su política de inmigración, convirtiendo en obsoletas las proyecciones anteriores. En el pasado, se han producido importantes errores en las proyecciones demográficas, especialmente en los horizontes temporales más dilatados³. No obstante, estos errores tienden a afectar sobre todo a la magnitud de los cambios esperados, más que a los patrones generales previstos, que son uniformes entre las diferentes proyecciones.

3 IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL Y SOBRE LOS MERCADOS DE TRABAJO

Es difícil cuantificar el impacto potencial del cambio demográfico sobre los mercados de trabajo y el crecimiento económico. Las estimaciones de este impacto se basan en varios supuestos que no pueden recoger totalmente las probables interacciones entre los distintos componentes del crecimiento. Por consiguiente, las simulaciones presentadas en esta sección han de interpretarse con cierta cautela. No obstante, constituyen un punto de referencia que puede ser útil para analizar diferentes políticas sobre el impacto del cambio demográfico.

Desde una perspectiva contable, puede considerarse que el crecimiento del PIB real per cápita es el resultado del incremento de la productividad del trabajo (definida aquí como el producto por persona ocupada), de la utilización del factor trabajo (definida aquí como el porcentaje de personas ocupadas en relación con la población en edad de trabajar) y de los factores demográficos, que se reflejan en la evolución de los distintos grupos de edad de la población. El cuadro 2 presenta cuatro simulaciones alternativas del impacto de la evolución de los mercados de trabajo y de las proyecciones demográficas sobre el crecimiento del PIB real y del PIB real per cápita en la zona del euro.

3 Véase la evidencia presentada en A. Maddaloni et al., «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», ECB Occasional Paper n.º 51, agosto del 2006.

Cuadro 2 Escenarios alternativos del impacto de la evolución demográfica prevista sobre el crecimiento económico de la zona del euro

(tasas medias de variación anual; porcentajes)

	Productividad del trabajo	Utilización del factor trabajo	Población en edad de trabajar	PIB real	Población total	PIB real per cápita
Evolución pasada (media 1995-2005)						
1995-2005	1,0	0,8	0,3	2,1	0,4	1,7
Escenario 1: Crecimiento de la productividad del trabajo y de la utilización del factor trabajo conforme a la media del período 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,8	0,2	2,0	0,4	1,6
2011-2030	1,0	0,8	-0,3	1,5	0,1	1,4
2031-2050	1,0	0,8	-0,6	1,2	-0,2	1,4
Escenario 2: Proyecciones de la Comisión Europea ¹⁾						
2005-2010	1,1	0,8	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,8	0,2	-0,3	1,7	0,1	1,6
2031-2050	1,7	0,1	-0,6	1,2	-0,2	1,4
Escenario 3: Crecimiento de la productividad del trabajo necesario para mantener el crecimiento del PIB real per cápita en el nivel medio del período 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,8	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,3	0,8	-0,3	1,8	0,1	1,7
2031-2050	1,3	0,8	-0,6	1,5	-0,2	1,7
Escenario 4: Crecimiento de la utilización del factor trabajo necesario para mantener el crecimiento del PIB real per cápita en el nivel medio del período 1995-2005						
2005-2010	1,0	0,9	0,2	2,1	0,4	1,7
2011-2030	1,0	1,1	-0,3	1,8	0,1	1,7
2031-2050	1,0	1,1	-0,6	1,5	-0,2	1,7

Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Notas: La productividad del trabajo se mide en términos de producto por persona ocupada. La utilización del factor trabajo se mide en términos de número de personas ocupadas por cada persona en edad de trabajar (población entre 15 y 64 años).

1) Véase el párrafo relativo al Escenario 2 en el texto del presente artículo.

Entre las simulaciones alternativas consideradas, el Escenario 1 presenta un nivel de referencia del impacto que las proyecciones demográficas pueden tener sobre el crecimiento económico, basado en el supuesto de que no varíen ni el crecimiento de la productividad del trabajo, ni el de la utilización del factor trabajo (se supone que en ambos casos el crecimiento sería conforme a las medias más recientes presentadas en la línea 1 del cuadro 2), ni la edad de jubilación. Incluso si no se acometen reformas importantes de los mercados de trabajo o de los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria, estos supuestos parecen optimistas a medio plazo, ya que la utilización del factor trabajo podría alcanzar sus límites naturales (que correspondan, por ejemplo, al nivel de desempleo friccional y al límite máximo del 100% de la tasa de actividad) hacia el final del horizonte temporal contemplado.

Dado el grado de incertidumbre que presentan las proyecciones de crecimiento de la productividad del trabajo y de la utilización del factor trabajo, en

el Escenario 2 se calcula el impacto de las proyecciones demográficas de Eurostat, basándose esta vez en los supuestos de crecimiento de la productividad del trabajo y de la utilización del factor trabajo formulados recientemente por la Comisión Europea⁴. Según estos supuestos, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro aumentará desde el actual 1% hasta el 1,7% a lo largo del horizonte temporal considerado (véase columna 1 del Escenario 2) y el crecimiento de la utilización del factor trabajo disminuirá desde el 0,8% hasta el 0,1%, como consecuencia de cambios en la amplitud y la composición de la oferta de trabajo durante el mismo período (véase columna 2 del Escenario 2). Por lo tanto, en comparación con el Escenario 1, estos supuestos recogen una proyección más optimista del crecimiento de la productividad del trabajo (teniendo en cuenta, sobre todo, que en

4 Véase G. Carone et al., «The economic impact of ageing populations in the EU25 Member States», European Commission Economic Papers n.º 236, diciembre del 2005.

las tres últimas décadas se ha producido un descenso gradual de la productividad del trabajo en la zona del euro) y una proyección más pesimista del crecimiento de la utilización del factor trabajo.

Según el Escenario 1, el crecimiento medio anual del PIB real descenderá desde el 2% en el período 2005-2010 hasta el 1,5% en el período 2011-2030, y hasta el 1,2% en el período 2031-2050. Según el Escenario 2, el crecimiento económico será ligeramente más alto a medio plazo, pero la evolución a largo plazo será idéntica. En ambos escenarios, el crecimiento del PIB real per cápita se reducirá también gradualmente, desde los niveles próximos al 1,7% en los que, en promedio, se ha venido situando recientemente, hasta cerca del 1,4% en el 2050.

Según los Escenarios 3 y 4, el ritmo medio de actividad económica no decrecería de forma significativa si se adoptasen medidas de amplio alcance para incrementar la productividad del trabajo y/o la utilización del factor trabajo. El cuadro 2 muestra los cambios medios que deberían observarse en cada uno de estos componentes para mantener el crecimiento del PIB real per cápita en los niveles medios registrados durante el período 1995-2005 (suponiendo que otros componentes de crecimiento del producto no varíen con respecto a su media del período 1995-2005). Por ejemplo, si el crecimiento de la utilización del factor trabajo se mantiene en su actual nivel del 0,8% por año (Escenario 3), el crecimiento medio anual de la productividad del trabajo debería elevarse hasta situarse en torno al 1,3% en el horizonte temporal de la proyección. En estas circunstancias, sería necesario potenciar las reformas estructurales encaminadas a fomentar la productividad del trabajo y mejorar el entorno macroeconómico. De forma alternativa, si el crecimiento de la productividad del trabajo permanece en su actual nivel del 1% (Escenario 4), el crecimiento de la utilización del factor trabajo debería aumentar gradualmente desde su actual nivel del 0,8% hasta cerca del 1,1% al final del horizonte de la proyección. Aunque la utilización del factor trabajo todavía puede mejorar, sus límites naturales (es decir, la situación en la que toda la población en edad de trabajar está activa) podrían alcanzarse mucho antes del 2050. En tal caso, sería necesario, a medio y

largo plazo, prolongar la vida laboral, elevando la edad de jubilación y/o la media anual de horas de trabajo. Además, incluso si se mantienen las tasas de crecimiento del PIB real per cápita, con el tiempo el crecimiento del PIB real podría disminuir sensiblemente.

Con todo, las conclusiones cualitativas de las simulaciones son muy similares. Concretamente, a menos que se aceleren considerablemente los cambios estructurales destinados a incrementar la utilización del factor trabajo y la productividad del trabajo, la evolución demográfica prevista para la zona del euro supondrá, probablemente, a medio y largo plazo, un crecimiento tendencial del producto potencial mucho menor (y también un menor crecimiento tendencial del producto potencial per cápita).

4 EFECTOS SOBRE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El envejecimiento de la población incidirá en las finanzas públicas, al aumentar el gasto derivado de este fenómeno, a medida que se eleve la ratio entre beneficiarios y cotizantes. Los efectos más importantes sobre el gasto se observarán en los sistemas públicos de pensiones, así como en la asistencia sanitaria y la atención a la dependencia. Un informe del Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica y de la Comisión Europea⁵ recoge las proyecciones elaboradas por instituciones nacionales sobre la repercusión del cambio demográfico en distintos capítulos del gasto público: las pensiones, la asistencia sanitaria, la atención a la dependencia, la educación y las prestaciones por desempleo. Estas proyecciones se basan en supuestos comunes relativos al comportamiento futuro de las principales variables demográficas y macroeconómicas y en la utilización de modelos nacionales de previsión para la evolución de los sistemas de pensiones. En su elaboración se han tenido en cuenta las leyes ya adoptadas, que

5 Comité de Política Económica y Comisión Europea, «The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)», European Economy Special Report 1/2006.

Cuadro 3 Impacto previsto del envejecimiento de la población sobre el gasto público

(puntos porcentuales; variaciones del gasto de 2004 a 2030 y 2050, en porcentaje del PIB)

	Pensiones		Asistencia sanitaria		Atención a la dependencia		Prestaciones por desempleo		Educación		Total de todas las partidas disponibles	
	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050
Bélgica	4,3	5,1	0,9	1,4	0,4	1,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	4,5	6,3
Alemania	0,9	1,7	0,9	1,2	0,4	1,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,0	2,7
Grecia ¹⁾			0,8	1,7			-0,1	-0,1	-0,5	-0,4		
España	3,3	7,1	1,2	2,2	0,0	0,2	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	3,3	8,5
Francia ²⁾	1,5	2,0	1,2	1,8			-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	1,9	2,9
Irlanda	3,1	6,4	1,2	2,0	0,1	0,6	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	3,3	7,8
Italia	0,8	0,4	0,9	1,3	0,2	0,7	0,1	-0,1	-0,8	-0,6	1,0	1,7
Luxemburgo	5,0	7,4	0,8	1,2	0,2	0,6	-0,0	-0,1	-0,5	-0,9	5,4	8,2
Países Bajos	2,9	3,5	1,0	1,3	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	3,8	5,0
Austria	0,6	-1,2	1,0	1,6	0,3	0,9	-0,1	-0,1	-0,9	-1,0	0,9	0,2
Portugal ²⁾	4,9	9,7	-0,1	0,5			-0,1	-0,1	-0,6	-0,4	4,1	9,7
Finlandia	3,3	3,1	1,1	1,4	1,2	1,8	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	4,7	5,2
Zona del euro	1,6	2,6	1,0	1,5	0,2	0,5	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	1,9	3,7

Fuente: Comité de Política Económica y Comisión Europea (2006).

Notas: Estas cifras corresponden a las proyecciones de referencia para el gasto de seguridad social en pensiones, educación y prestaciones por desempleo. Para la asistencia sanitaria y la atención a la dependencia, las proyecciones corresponden a los escenarios de referencia del Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento.

1) No figura el gasto total, debido a la falta de datos.

2) El gasto total no incluye la atención a la dependencia.

incluyen eventualmente disposiciones que entrarán en vigor posteriormente, pero no se han contemplado posibles cambios futuros en las políticas. Las proyecciones se presentan en el cuadro 3 y se analizan a continuación.

Por lo que se refiere a los efectos del cambio demográfico sobre los sistemas de pensiones, en Europa la mayor parte de los sistemas públicos de pensiones se basan en el principio de reparto, según el cual las cotizaciones actuales financian el gasto actual. Estos sistemas se verán sometidos a considerables tensiones, ya que un número decreciente de trabajadores habrá de financiar las pensiones de un número creciente de jubilados. El estudio de la Comisión calcula que el cambio demográfico generará a lo largo del período de la proyección un aumento acumulado del gasto en pensiones de más de 3 puntos porcentuales del PIB en la mayoría de los países de la zona del euro, con incrementos especialmente importantes en España, Luxemburgo y Portugal (véase cuadro 3). El informe muestra, además, que el gasto en pensiones cre-

cerá rápidamente en las dos décadas siguientes al 2010.

Aunque estas proyecciones ofrecen una valiosa indicación cuantitativa de las futuras presiones sobre los sistemas de pensiones, siguen siendo inciertos los efectos reales de estos cambios, que podrían ser incluso mayores. En particular, las proyecciones se basan en supuestos favorables respecto a la evolución futura de la productividad del trabajo (que son los del Escenario 2 de la sección 3), que pueden no materializarse, especialmente si no se realizan las reformas estructurales necesarias. Existe también el riesgo de que, una vez que empiecen a notarse los efectos concretos de las reformas ya aprobadas sobre las pensiones, pueda crecer la presión política para anular dichas reformas, destinadas a mejorar la sostenibilidad. Por otra parte, los escenarios utilizados pueden no reflejar adecuadamente el impacto negativo que la necesidad de financiar un mayor gasto en pensiones pueda tener sobre la oferta de trabajo y la formación de capital.

También crecerá el gasto público en asistencia sanitaria, como resultado del envejecimiento de la población, dado que la demanda de servicios de salud tiende a aumentar con la edad. Sin embargo, a diferencia de la evolución del gasto del sistema de pensiones, que puede predecirse con cierto grado de precisión mediante la modelización del funcionamiento de estos sistemas, las previsiones sobre el gasto sanitario son más problemáticas. Ello se debe a que la evolución del gasto sanitario refleja la interacción de la demanda y la oferta de bienes y servicios sanitarios, que dependen de múltiples factores, incluidos los incentivos derivados de las estructuras de mercado, los sistemas de seguros de asistencia sanitaria y la política de regulación e intervención del Estado. Además, toda vez que el derecho a beneficiarse de servicios públicos de asistencia sanitaria no está definido tan claramente como el derecho a pensión, modificaciones discrecionales de las políticas oficiales pueden tener un mayor impacto a corto plazo sobre el gasto, incidiendo aún más en la precisión de las previsiones a largo plazo.

En este contexto, las proyecciones relativas a la asistencia sanitaria se basan generalmente en un enfoque mecanicista. Primero, se definen los perfiles de gasto en asistencia sanitaria y atención a la dependencia por edad y sexo a partir de los datos observados. Luego, se unen los resultados obtenidos con las proyecciones demográficas, para calcular el gasto total futuro. Asimismo, se formulan supuestos relativos al estado de salud de las personas de edad en el futuro, dado que este factor influirá de forma significativa en las presiones previstas sobre el gasto. Por un lado, las proyecciones del estado de salud de la población sugieren que las personas no sólo vivirán más tiempo sino que lo harán también en mejores condiciones generales de salud. Por otro lado, algunas enfermedades crónicas costosas, como la demencia, parecen estar relacionadas con la edad biológica, por lo que podrían manifestarse de forma mucho más generalizada a medida que aumente la longevidad. El informe del Comité de Política Económica y de la Comisión Europea adopta un supuesto intermedio de referencia, según el cual la población más longeva se divide por igual entre personas con buena y mala salud.

Basándose en estos supuestos, para el 2050 se prevé un incremento del gasto público en asistencia sanitaria y atención a la dependencia de 1 a 3 puntos porcentuales del PIB en la mayor parte de los países (véase cuadro 3). Sin embargo, este enfoque no tiene en cuenta otros efectos que pueden ser importantes. Por ejemplo, se supone que la elasticidad-renta de la demanda de asistencia sanitaria convergerá hacia la unidad, mientras que las estimaciones apuntan a valores más altos que en el pasado, lo que quiere decir que el gasto en asistencia sanitaria ha tendido a subir más rápidamente que la renta. A este respecto, también se ha demostrado que más que el mayor volumen de procedimientos médicos existentes, lo que eleva el gasto es la mayor demanda de servicios de calidad, es decir, de nuevas tecnologías médicas relativamente onerosas. Los estudios empíricos sugieren que los avances tecnológicos han contribuido notablemente a los aumentos observados del gasto.

Algunos efectos podrían compensar, en parte, el crecimiento del gasto provocado por el envejecimiento de la población. Por ejemplo, al disminuir el número de hijos, podría descender el gasto en educación pública y en prestaciones familiares. En la mayor parte de los países, estos eventuales efectos compensatorios serían probablemente de escasa magnitud, cifrándose en menos de 1 punto porcentual del PIB (véase cuadro 3). Sin embargo, cabe observar que, al disminuir la mano de obra debido a las bajas tasas de fecundidad, podría acrecentarse la presión sobre los Gobiernos para que invirtieran en todas las formas de educación, incluida la formación continua, por lo que el descenso del gasto en educación podría ser menor de lo esperado.

Por último, el informe del Comité de Política Económica y de la Comisión Europea presenta estimaciones del impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto en prestaciones por desempleo, utilizando nuevamente un enfoque mecanicista (véase cuadro 3). Las estimaciones se basan en los mismos supuestos sobre los mercados de trabajo que los mencionados anteriormente y, en este caso también han de considerarse con cierta cautela. Con todo, las cifras sugieren que el gasto en prestaciones por desempleo de la zona del

euro se reduciría en 0,3 puntos porcentuales del PIB para el 2030 y 2050.

En conjunto, las proyecciones actuales de la carga fiscal derivada del envejecimiento de la población señalan la clara necesidad de adoptar medidas de forma inminente. Los sistemas de pensiones, asistencia sanitaria y atención a la dependencia requieren ajustes encaminados a garantizar su viabilidad ante el envejecimiento de la población. Para reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas, éstas han de alcanzar una posición saneada y también es preciso conseguir cierta flexibilidad presupuestaria. Se está acabando el tiempo, pues los efectos fiscales del envejecimiento de la población se dejarán sentir ya en la próxima década. Además, las citadas proyecciones pueden incluso infravalorar las presiones que se avecinan, lo que requerirá la instrumentación de políticas fiscales aún más prudentes. En este sentido, han de perfeccionarse los métodos de evaluación de los efectos fiscales del envejecimiento de la población.

5 IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS

El envejecimiento de la población afecta a los mercados financieros a través de tres canales principales. En primer lugar, influye en el equilibrio entre el ahorro y la inversión de los hogares, con posibles repercusiones en el equilibrio externo de los países. En segundo lugar, incide en la manera en que se invierte el ahorro, ya que personas que pertenecen a generaciones distintas adoptan decisiones de inversión diferentes. En tercer lugar, los responsables de la política económica de áreas en las que ya se está produciendo un envejecimiento de la población, como la zona del euro, llevarán a cabo reformas de las pensiones que podrían afectar a los mercados financieros.

Por lo que se refiere al primer canal, las personas pertenecientes a generaciones distintas tienden a tomar decisiones diferentes respecto al consumo y la inversión. Por lo tanto, todo cambio en la proporción relativa entre mayores y jóvenes en la población total puede dar lugar a una participación diferente del consumo y de la inversión en el PIB. El impacto de los cambios demográfi-

cos sobre el equilibrio entre el ahorro y la inversión ha sido ampliamente estudiado utilizando modelos dinámicos basados en el supuesto de que los hogares suavizan el consumo a lo largo de su vida y el patrón de ahorro del ciclo vital tiene forma de joroba. Se supone que los hogares ahorran más a lo largo de su vida laboral, con vistas a financiar su consumo durante el período de jubilación. Por el contrario, los jóvenes consumen más de entrada, posiblemente mediante préstamos. Basándose en estos supuestos, los modelos dinámicos, ajustados a la distribución actual del envejecimiento en los países más desarrollados, sugieren que el tipo de interés real de equilibrio (el tipo de interés a largo plazo que equilibra el ahorro y la inversión) podría bajar ligeramente en las próximas décadas, suponiendo que la edad de jubilación permanezca constante en el nivel actual (véase recuadro).

El impacto del envejecimiento de la población sobre la relación entre el consumo y el ahorro también influye en los saldos exteriores. Países en los que la población se caracteriza por una elevada tasa de dependencia de los mayores tienden a registrar déficit de la balanza por cuenta corriente y entradas netas de capital⁶, dado que una población relativamente numerosa de personas mayores dependientes tiende a presentar tasas agregadas de ahorro relativamente más bajas⁷.

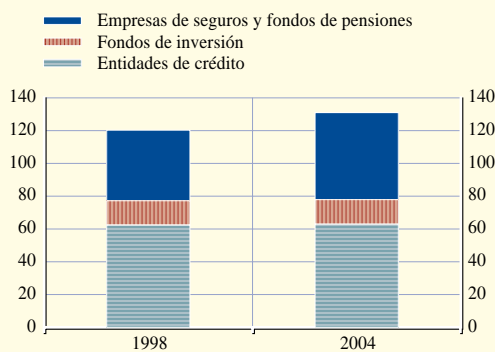
En lo que respecta al segundo canal, los cambios demográficos pueden afectar a la asignación de los activos elegidos por los inversores y, por ende, a los precios de los activos, ya que personas pertenecientes a generaciones diferentes elegirán probablemente una combinación de activos con un distinto nivel de riesgo, al diferir el horizonte temporal de su inversión. Los pensionistas tienden a una mayor aversión al riesgo, puesto que no disponen de la cobertura de sus salarios frente a los riesgos financieros.

6 Por lo que se refiere a la identidad en la balanza de pagos, los flujos de capital netos agregados (= entradas netas en IDE + inversión de cartera + entradas netas de valores distintos de acciones + otras entradas netas de capital) son iguales al déficit de la balanza por cuenta corriente.

7 M. Higgins, «Demography, national savings and international capital flows», *International Economic Review*, 39, pp. 343-369, 1998.

Gráfico 3 Activos financieros mantenidos por los hogares de la zona del euro a través de los intermediarios financieros

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Gran parte del ahorro se invierte en activos financieros. En consecuencia, en la literatura sobre economía financiera está teniendo lugar un amplio debate sobre el argumento de que los países desarrollados con una población activa en disminución podrían, en teoría, sufrir una caída de los precios de los valores (hipótesis del «colapso de los activos»), cuando la población activa actual (la generación del *baby boom*) se jubile. Podrían producirse presiones a la baja sobre los precios de los valores, debido a que una extensa generación de más edad venderá activos financieros a una generación de mediana edad más exigua⁸. Al mismo tiempo, una posible reestructuración de las carteras financieras hacia activos de menor riesgo podría generar presiones al alza sobre los precios de estos activos (por ejemplo, la deuda pública), por lo que el impacto general sobre los precios sería incierto.

En general, la evidencia empírica disponible basada en datos históricos corrobora, en cierta medida, la relación existente entre la demografía y los precios de los activos financieros⁹. Sin embargo, en términos cuantitativos, la estimación de estas relaciones sugiere que el efecto de los cambios demográficos sobre los precios de los activos financieros será relativamente reducido.

Además, las perturbaciones que afectan a la oferta y la demanda de activos financieros internos po-

drían verse absorbidas por la demanda exterior, por lo que el «colapso» de los precios de los activos podría quedar amortiguado por flujos de entrada de capitales en busca de una mayor rentabilidad. Estudios recientes han arrojado algo de luz sobre la relación empírica entre el envejecimiento de la población y los flujos internacionales de capitales¹⁰. Las entradas netas de capital que se invierte en valores de renta variable tienden a aumentar con el envejecimiento de la población, ya que los inversores extranjeros están atraídos por la mayor rentabilidad que cabe esperar de un menor ahorro interno. Por el contrario, las entradas netas de capital que se invierte en valores de renta fija a corto y largo plazo se asocian negativamente a la tasa de dependencia de los mayores. Ello puede deberse a una mayor demanda de instrumentos de renta fija, como la deuda pública, dado que los hogares de más edad reorientan sus inversiones hacia activos de menor riesgo. En conjunto, estos resultados sugieren que es muy poco probable que se produzca un descenso acusado de los precios de las acciones cuando la población activa actual llegue a la jubilación.

En cuanto al tercer canal, el ahorro se invierte, principalmente, en los mercados financieros a través de los intermediarios financieros y, en particular, a través de los fondos de pensiones. El porcentaje creciente de ahorro de los hogares invertido en los mercados de capitales por la generación del *baby boom* ha contribuido a incrementar la capitalización bursátil en la mayor parte de los países desarrollados. El valor de los activos financieros mantenidos por los hogares de la zona del euro a

8 Para un análisis exhaustivo de este tema, véanse A. B. Abel, «Will bequests attenuate the predicted meltdown in stock prices when baby boomers retire?», *Review of Economics and Statistics*, 83, pp. 589-595, 2001; A. B. Abel, «The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security», *Econometrica*, 71, pp. 551-578, 2003; y R. Brooks, «What will happen to financial markets when the baby boomers retire?», *IMF Working Paper* n.º 00/18, 2000.

9 A. Ang y A. Maddaloni, «Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data», *Journal of Business*, 78, pp. 341-379, 2005, encuentran que el cambio en la proporción de jubilados es un importante elemento de predicción de las primas de riesgo (véase también E. P. Davis y C. Li, «Demographics and financial asset prices in the major industrial economies», *Brunel University Department of Economics and Finance Discussion Paper* n.º 03-07, 2003).

10 R. A. De Santis y M. Lüthmann, «On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows: a global perspective», *ECB Working Paper* n.º 651, 2006.

través de los intermediarios financieros se situó en torno al 130% del PIB al final del año 2004, frente al 110% del PIB al final del año 1995.

El sector de fondos de pensiones está escasamente desarrollado en la mayoría de países de la zona del euro, pese a un marcado aumento del valor de los activos mantenidos en los últimos años en los sistemas privados de pensiones. En estos años, los hogares de la zona han canalizado más fondos hacia las empresas de seguros y los fondos de pensiones que hacia las entidades de crédito (es decir, las instituciones financieras monetarias) o los fondos de inversión (es decir, otros intermediarios financieros) (véase gráfico 3). Sin embargo, parece que queda margen para un mayor crecimiento, especialmente si las reformas de las pensiones que se están llevando a cabo fomentan la adopción de sistemas de capitalización total o parcial.

De cara al futuro, la importancia creciente de los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones, es motivo de preocupación en torno a la estabilidad financiera, al suscitar dudas respecto a su capacidad de atender a sus obligaciones futuras, problema al que se ha respondido, en parte, aplicando requerimientos de solvencia más estrictos y promoviendo los planes de aportación definida.

La evolución demográfica está influyendo también en los instrumentos financieros solicitados por los participantes en el mercado. Los gestores de fondos de pensiones señalan ya la necesidad de ampliar la oferta de instrumentos financieros orientados a hacer frente a los riesgos de mercado, inflación y longevidad, como la deuda a largo plazo (de alta calidad y liquidez) y los instrumentos indicados con la inflación.

Recuadro

IMPLICACIONES DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Las consecuencias generales de los cambios demográficos en los mercados financieros descritas en la sección 5 tienen implicaciones específicas para los bancos centrales. En este recuadro se analizan los principales canales mencionados en la sección 5, con referencias a la literatura sobre el tema, a fin de determinar de qué manera la política monetaria puede verse afectada por el cambio demográfico.

Siendo el cambio demográfico una evolución de «combustión lenta», sus efectos sobre la política monetaria serán probablemente moderados¹. No se espera que el envejecimiento de la población, de por sí, pueda crear un entorno económico en el que se generen repentinamente pronunciadas presiones inflacionistas o deflacionistas. Por consiguiente, no se estima que los bancos centrales contemplen respuestas contundentes para hacer frente a los cambios previstos en la estructura demográfica en las próximas décadas. Sin embargo, si no se llevan a cabo las reformas requeridas, el crecimiento de la productividad y de la oferta de trabajo podría verse amenazado, al tiempo que la presión sobre el gasto público y los sistemas de seguridad social crecería y la elevación de los impuestos podría ejercer presiones adicionales sobre los precios y los salarios. Así pues, si no se realizan las reformas estructurales necesarias, en determinados casos la política monetaria podría tener que responder a mayores presiones inflacionistas.

En general, los bancos centrales deberían prestar la debida atención al impacto de los factores demográficos, dado que la notable persistencia que caracteriza la evolución demográfica podría contribuir a provocar cambios prolongados en la manera en que las decisiones de política monetaria afectan a la economía. Por otra parte, los mercados financieros pueden estar anticipando ya algunos de los efectos del envejecimiento de la población sobre los precios de los activos, como posibles variacio-

¹ C. Bean, «Global demographic change: some implications for central banks», Overview Panel, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2004.

nes del tipo de interés real de equilibrio, que tienen una importancia indiscutible para los responsables de la política monetaria. Por último, una población que envejece puede no acometer suficientes reformas estructurales, al envejecer el votante mediano, por lo que los bancos centrales pueden tener que actuar en un entorno económico relativamente menos flexible.

En los párrafos siguientes se ofrece un breve resumen de algunas conclusiones extraídas de la literatura sobre la manera en que los cambios demográficos podrían influir en distintos factores importantes para los bancos centrales: (1) el tipo de interés real de equilibrio; (2) la curva de rendimientos; (3) el mecanismo de transmisión de la política monetaria y (4) las demandas a las que tiene que hacer frente la política monetaria en una sociedad que envejece.

1 El tipo de interés real de equilibrio

Se espera que el envejecimiento de la población contribuya al descenso de las tasas de inversión y de ahorro en las próximas décadas, con lo que tendrá un efecto ambiguo sobre el tipo de interés real: en modelos que se basan en el supuesto de una economía cerrada, si la inversión interna disminuye hasta niveles inferiores al del ahorro interno (porque el envejecimiento de la población ha hecho que el proceso de producción sea más intensivo en capital y porque la ratio capital-trabajo se ha elevado, reduciendo la rentabilidad), el tipo de interés real bajaría, ya que resultaría más difícil encontrar oportunidades rentables de inversión para el ahorro. Por el contrario, si la inversión interna se mantiene por encima del ahorro interno, el tipo de interés real subiría, reflejando la relativa escasez de fondos para financiar los proyectos de inversión.

Los investigadores han utilizado modelos de generaciones solapadas, en los que los individuos se agrupan en distintas cohortes, a fin de determinar el efecto del envejecimiento de la población sobre el tipo de interés real de equilibrio. En general, la evidencia sugiere que, si no se llevan a cabo nuevas reformas del sistema de pensiones, el envejecimiento de la población podría contribuir a una reducción relativamente pequeña del tipo de interés real de equilibrio, concretamente de 50-100 puntos básicos en 25-50 años. Por ejemplo, simulando los efectos del envejecimiento de la población en la UE, Miles (1999) encuentra que el tipo de interés real bajaría unos 50 puntos básicos hasta el 2030, para recuperarse luego parcialmente después de la desaparición de la generación del *baby boom*. Batini, Callen y McKibbin (2006) estiman que en Europa el envejecimiento de la población puede contribuir a recortar el tipo de interés real hasta en 100 puntos básicos para el 2050².

2 La curva de rendimientos

Según la hipótesis formulada en relación con las expectativas respecto a la estructura temporal de los tipos de interés, el tipo de interés real de equilibrio que los participantes en el mercado esperan a largo plazo es uno de los factores determinantes del nivel de los tipos en los plazos más largos de la curva de rendimientos. Si se espera que el tipo de interés real de equilibrio descienda de forma moderada debido al envejecimiento de la población, los tipos en los plazos más largos de la curva de rendimientos podrían disminuir también desde el momento en que estas expectativas se traducen en los precios de la renta fija.

2 D. Miles, «Modelling the impact of demographic change upon the economy», *Economic Journal*, 109, pp. 1-36, 1999 y N. Batini, T. Callen y W. McKibbin, «The global impact of demographic change», *IMF Working Paper* n.º 06/9, 2006. Véanse también, entre otras numerosas publicaciones, P. Antolin, F. Gonand, C. de la Maisonnette, J. Oliveira y K.Y. Yoo, «The impact of ageing on demand, factor markets and growth», *OECD Economics Department Working Paper* n.º 420, 2005; A. Börsch-Supan, A. Ludwig y J.K. Winter, «Ageing, pension reform, and capital flows: a multi-country simulation model», *University of Mannheim Discussion Paper* n.º 04-65, 2004; E. Canton, C. van Ewijk y P.J. G. Tang, «Population ageing and international capital flows», *European Network of Economic Policy Research Institutes, Occasional Paper* n.º 4, 2003; y A. De Serres, C. Giorno, P. Richardson, D. Turner y A. Vourc'h, «The macroeconomic implications of ageing in a global context», *OECD Economics Department Working Paper* n.º 193, 1998.

La magnitud de este efecto sobre la curva de rendimientos depende de dos factores. El primero es el tamaño de la reducción del tipo de interés de equilibrio, en la que influye la velocidad del cambio demográfico: variaciones más acusadas del tipo de interés de equilibrio se verán probablemente acompañadas por variaciones más pronunciadas de los tipos a largo plazo. El segundo factor es el grado de perspectiva de futuro de los mercados financieros: si los mercados tienen una suficiente perspectiva de futuro, podrían anticipar el descenso esperado de los tipos de interés reales futuros, a medida que envejece la población, y los tipos bajarían en los plazos más largos de la curva de rendimientos, mientras que se mantendrían probablemente sin grandes cambios en los plazos más cortos. Dicho de otro modo, el envejecimiento de la población podría contribuir a un ligero aplanamiento de la curva de rendimientos, pero el alto grado de incertidumbre existente en torno al descenso del tipo de interés de equilibrio y al grado de perspectiva de futuro de los mercados financieros³ sugiere que la magnitud de este impacto es muy difícil de predecir y que sería, probablemente, bastante reducida.

Según se indica en la sección 5, algunos de los intermediarios financieros de la zona del euro desempeñarán un papel más importante en las próximas décadas. Ello podría tener repercusiones sobre los precios registrados en determinados mercados, como el posible aumento de los precios observados en el mercado de renta fija, que podría verse afectado temporalmente por amplias reestructuraciones de carteras de estos intermediarios financieros.

3 El mecanismo de transmisión de la política monetaria

Según la teoría del ciclo vital, los individuos acumulan riqueza a lo largo de su vida laboral, para financiar su consumo durante el período de jubilación⁴. Por lo tanto, se supone que las poblaciones cuya edad media se acerca a la jubilación tendrán ratios renta-riqueza más altas. Al mismo tiempo, en vista de los desequilibrios previstos en los sistemas públicos de pensiones se podría considerar que, después de que se haya llevado a cabo la reforma de dichos sistemas, un número creciente de pensionistas contará más con su propia riqueza acumulada para sostener sus niveles de consumo que con los sistemas públicos de pensiones. Por otro lado, tal y como sugiere Bean (2004), la mayor esperanza de vida después de la jubilación reforzará, previsiblemente, este efecto.

En consecuencia, Miles (2002) argumenta que la política monetaria, cuya transmisión se efectúa, en parte, a través de los precios de los activos, podría incrementar su capacidad de estabilización de las fluctuaciones macroeconómicas a través de un canal de riqueza cada vez más importante⁵.

4 Las demandas a las que tiene que hacer frente la política monetaria en una sociedad que envejece

Dado que el envejecimiento de la población contribuye a elevar la ratio renta-riqueza, dependiendo de las reformas de los sistemas de reparto existentes, la demanda por parte del público de que se actúe en contra de los ciclos de expansión y recesión de los precios de los activos podría crecer paralelamente al aumento de la tasa de dependencia de los mayores. En efecto, en una sociedad de más edad, una proporción significativa de la riqueza de los hogares podría acumularse en propiedades inmobiliarias y activos financieros, incrementando la exposición de la renta de estos hogares a las

3 Puede encontrarse cierta evidencia que corrobore el limitado grado de perspectiva de futuro de los mercados financieros, por ejemplo, en S. Della Vigna y J.M. Pollet, «Attention, demographics, and the stock market», NBER Working Paper n.º 11211, 2005.

4 R. Brumberg y F. Modigliani, «Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data», en K.K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, pp. 388-436, Rutgers University Press, 1954.

5 D. Miles, «Should monetary policy be different in a greyer world?», en A. Auerbach y H. Herrmann (eds.), *Financial Markets and Monetary Policy*, pp. 243-276, Springer, 2002.

fluctuaciones de los precios de los activos. Por ejemplo, Poterba (2004) sugiere que los hogares cuyo cabeza de familia es una persona de más de 65 años mantendrán casi la mitad de todas las acciones de empresas y el 64% de todos los seguros de renta vitalicia en el 2040 en Estados Unidos, frente al 33% y al 50%, respectivamente, en el 2001⁶. Esta exposición creciente de la población a las fluctuaciones de los precios de los activos se producirá, probablemente, en un momento en que se supone que una proporción relativamente importante de la población (los «mayores») intentará vender sus activos para financiar su consumo durante el período de jubilación⁷.

Por lo tanto, la elevación de la tasa de dependencia de los mayores y de la ratio renta-riqueza podría reforzar los argumentos a favor de actuar en contra de las desviaciones de precios de los activos respecto de su valor real, o «burbujas», ya que las pérdidas de bienestar derivadas de los ciclos de expansión y recesión de los precios de los activos serían probablemente mayores en una sociedad de más edad.

Además, en la medida en que se está invirtiendo una proporción creciente de riqueza en activos nominales (es decir, activos cuya rentabilidad no está indiciada con la inflación), la función de mantenimiento de la estabilidad de precios que desempeñan los bancos centrales podría ser todavía más importante, con vistas a evitar que, a lo largo del tiempo, las prestaciones de jubilación se viesen erosionadas por tasas de inflación relativamente altas. A este respecto, Bean (2004) sugiere que la instrumentación de políticas orientadas a mantener la estabilidad de los precios de consumo tenderá también a crecer en las próximas décadas.

6 J. M. Poterba, «The impact of population ageing on financial markets», NBER Working Paper n.º 10851, 2004.

7 Véanse, entre otros, A. B. Abel, «The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security», *Econometrica*, 71, pp. 551-578, 2003; y A. Börsch-Supan y J. K. Winter, «Population ageing, savings behavior and capital markets», NBER Working Paper n.º 8561, 2001.

6 MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA

Para hacer frente a los posibles efectos del cambio demográfico, los Gobiernos necesitan acometer reformas adicionales de gran alcance, cuyo objetivo sea resolver los problemas específicos de los sistemas públicos de pensiones y de asistencia sanitaria, reducir la deuda pública total, incrementar la utilización del factor trabajo y reforzar los factores determinantes de la productividad y del crecimiento económico.

Los cambios demográficos previstos en la zona del euro hacen necesaria la realización de reformas paramétricas de los sistemas públicos de pensiones, entre las que cabe destacar la elevación de la edad de jubilación obligatoria y la disminución de las tasas de sustitución. Se ha estimado que, si no se realizan reformas adicionales, en algunos países habría que aumentar las cotizaciones en más del doble, hasta superar el 40% de los salarios, para poder equilibrar

estos sistemas; así que las prestaciones de los sistemas públicos de pensiones tendrían que reducirse. Sin embargo, probablemente las reformas paramétricas requeridas para equilibrar totalmente los sistemas de pensiones de reparto, sin tener que incrementar las cotizaciones, no serían política o económicamente factibles. Así pues, deberían complementarse con reformas sistémicas de la financiación de los sistemas de pensiones, por ejemplo a través de una mayor capitalización. Con esta diversificación, la vulnerabilidad general de los sistemas de pensiones podría decrecer antes de que se produzcan los cambios demográficos previstos. Por otro lado, a medida que aumente la participación de los sistemas de capitalización en el conjunto de los sistemas de pensiones, podría reducirse la envergadura de los sistemas de reparto, a fin de aminorar a largo plazo la carga fiscal.

La financiación de esta transición puede requerir cierta distribución de la carga entre pensionistas y

cotizantes. Una posible reforma sería combinar la introducción de sistemas de capitalización parcial con la transformación de los sistemas de reparto en sistemas de cuentas nocionales de aportación definida, que ya se han implantado en varios países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Estos sistemas de cuentas nocionales mantienen la financiación de las pensiones de reparto, al tiempo que presentan las características de los sistemas de capitalización individual, de forma que la pensión individual futura depende exclusivamente de las aportaciones del propio pensionista a una cuenta nocional y de una tasa de devengo usual. Al no existir una redistribución intrageneracional a través del sistema de pensiones, debería aligerarse la carga fiscal sobre la población activa. Estos sistemas proporcionan mayores incentivos a trabajar y pueden contribuir a elevar las tasas de empleo. Desde una perspectiva macroeconómica, el equilibrio del sistema de cuentas nocionales de aportación definida se asegura al limitar el tipo de interés devengado a la tasa de crecimiento de la base de cotización (es decir, la suma de los salarios de la economía). Puesto que, para equilibrar estos sistemas de pensiones, es generalmente necesario contemplar prestaciones mucho menos generosas que las ofrecidas por los sistemas anteriores, los trabajadores en activo habrán de acumular derechos de pensión, cotizando simultáneamente a fondos de capitalización. Ello puede requerir la adopción de reglamentos que garanticen el carácter no especulativo del ahorro para la jubilación. Esta regulación también es necesaria desde el punto de vista de las finanzas públicas, dado que, si se producen variaciones repentinas y negativas de los precios de los activos, los Gobiernos podrían verse forzados a asumir obligaciones adicionales en materia de pensiones.

También en el ámbito de la sanidad y de la atención a la dependencia, la mayor presión sobre el gasto público obliga a tomar decisiones difíciles en relación con muchos sistemas públicos de salud. Para hacer frente a la carga futura, los Gobiernos pueden tener que elevar las cotizaciones, reducir los servicios y recurrir a la financiación y capitalización privadas. En general, los Gobiernos han tenido dificultades en recortar el gasto de forma permanente limitando el acceso a determinados tratamientos

caros. Así pues, en la literatura sobre estos temas se señala la importancia de ofrecer incentivos adecuados a todos los participantes, lo que puede requerir la introducción de copagos por parte de los pacientes, sistema ya implantado en varios países. El funcionamiento general de los sistemas puede mejorar si se refuerzan los mecanismos de mercado en la relación entre pacientes, proveedores de servicios médicos y empresas de seguros. Las estructuras de contratación y pago deberían reflejar los verdaderos costes de los recursos y las restricciones presupuestarias para establecer unos incentivos económicos adecuados. La fijación de niveles de referencia para los proveedores de servicios médicos puede contribuir a conseguir una mayor transparencia, y una mayor integración de los mercados de productos y servicios comunitarios puede incrementar la eficiencia también en el sector sanitario.

El envejecimiento de la población de la zona del euro agudiza la urgencia de instrumentar políticas de empleo destinadas a elevar las tasas de actividad y empleo. En muchos países de la zona del euro, estas tasas son particularmente bajas para los jóvenes, las mujeres y las personas de más edad, en comparación con la población total en edad de trabajar. Por otra parte, también es reducido el nivel general de la media anual de horas de trabajo por trabajador de la zona del euro¹¹. Por lo tanto, hay un amplio margen para aumentar la utilización de la población en edad de trabajar mediante el incremento de la participación en los mercados de trabajo de la zona del euro, el aumento de la jornada de trabajo y/o la prolongación de la vida laboral.

Para conseguir este objetivo, una primera medida de importancia es reducir aún más los desincentivos a trabajar que persisten actualmente en distintos mercados de trabajo de la zona del euro, debido a la interacción de impuestos y prestaciones y a la existencia de planes de jubilación anticipada. Estos sistemas desincentivan especialmente a los perceptores de un segundo salario (a menudo, mujeres) con familia, a los trabajadores con salarios

11 Para más información sobre la jornada laboral en la zona del euro y en Estados Unidos, véase N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: Causes and consequences», ECB Occasional Paper n.º 41, 2005.

más bajos, a los más jóvenes y a los de edad más avanzada. Las políticas encaminadas a incrementar la participación de la mujer en el mercado de trabajo deben posibilitar que las mujeres concilien la familia y el trabajo mediante una mayor flexibilidad de la jornada laboral y una mejora de los servicios de cuidado de los niños y de los ancianos. Además, habría que proporcionar más incentivos para prolongar la vida laboral, por ejemplo, mediante políticas de jubilación gradual y de fomento del empleo temporal o a tiempo parcial para los trabajadores de más edad, además de la pertinente elevación de la edad de jubilación obligatoria. Sin embargo, también debe existir una demanda suficiente por parte de empresarios dispuestos a contratar o retener a los trabajadores de más edad. El crecimiento de la inmigración en la zona del euro constituye otro posible canal a través del cual la participación en el mercado de trabajo y el empleo podrían aumentar en todos los grupos de edad. Las políticas orientadas a incrementar la inmigración deberían contribuir a alcanzar este objetivo, tal y como se señala en las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo relativas al período 2005-2008¹², pero, con toda probabilidad, no ofrecerían una solución al problema demográfico, debido al gran número de trabajadores inmigrantes que se requeriría.

El potencial de aumento de la productividad del trabajo y del crecimiento económico dependerá tanto de las políticas de empleo encaminadas a elevar el nivel de cualificación de la población activa como de los avances tecnológicos de la zona del euro. Un mercado interno más amplio y profundo y un aumento de la competencia en los mercados de servicios de la UE son condiciones necesarias para mejorar el funcionamiento de los mercados de productos, a fin de potenciar la productividad del trabajo y la creación de empleo¹³. Muchos países necesitarán también llevar a cabo un proceso continuado de inversión en capital humano y en investigación y desarrollo, para compensar los posibles efectos negativos del envejecimiento de la población sobre la productividad del trabajo y la productividad total de los factores. A comienzos del 2005, los líderes de la UE adoptaron el Pacto Europeo para la Juventud, que tiene por objeto «mejorar la educación, la formación, la

movilidad y la integración profesional y social de los jóvenes europeos». A estos efectos, será preciso realizar un seguimiento de las políticas de integración de los jóvenes en el mercado de trabajo y fomentar el espíritu de empresa de este colectivo¹⁴. El Pacto resalta la importancia de mejorar la calidad de la educación, lo que podría contribuir a contrarrestar los posibles efectos negativos del envejecimiento de la población sobre la productividad total de los factores, y de elevar las tasas de actividad y empleo de los jóvenes, para compensar los efectos del cambio demográfico sobre la oferta de trabajo.

7 CONCLUSIONES

Los cambios demográficos previstos en la zona del euro se caracterizan por bajas tasas de fecundidad y una creciente esperanza de vida, lo que dará lugar a un descenso de la población total y de la población en edad de trabajar y a una elevación gradual de la tasa de dependencia de los mayores. Las proyecciones de Eurostat sugieren que la población total de la zona del euro comenzará a disminuir en términos absolutos dentro de unos veinte años y, para el 2050, la tasa de dependencia de los mayores habrá alcanzado casi el 55%, frente al 26% en el 2006. En conjunto, esta evolución tendrá importantes consecuencias económicas, entre las que cabe destacar cambios en la amplitud y la composición de la oferta de trabajo en la zona del euro, a medida que aumente la proporción de trabajadores de edad y un menor número de nuevos trabajadores se incorpore al mercado de trabajo en sustitución de los que lo abandonan. En el supuesto de que no varíe el crecimiento de la utilización del factor trabajo y de la productividad del trabajo, las tendencias demográficas implican un descenso del crecimiento medio del PIB real, desde la media del 2,1% registrada en el período 1995-2005

12 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Directrices integradas para el crecimiento y el empleo relativas al período 2005-2008», en el Boletín Mensual de agosto del 2005.

13 Para más detalles, véase «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», ECB Occasional Paper n.º 44, 2006.

14 Para más detalles, véase el Anexo 1 de las Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de Bruselas, celebrado los días 22 y 23 de marzo de 2005.

hasta cerca del 1% en el 2050. El crecimiento del PIB real per cápita también disminuirá. En la mayor parte de los países de la zona del euro, el gasto público en pensiones y asistencia sanitaria crecerá en más de 3 puntos porcentuales del PIB.

El envejecimiento previsto de la población podrá tener también repercusiones en los mercados financieros, en los que será fundamental el papel de los inversores institucionales. Puede verse afectada la estabilidad financiera, problema al que ya se está haciendo frente mediante cambios en la estructura de los planes de pensiones y requerimientos de solvencia más estrictos para los inversores institucionales. Además, ante estas perspectivas los Gobiernos habrán de fomentar un mayor conocimiento general de los temas financieros, con vistas a proteger el ahorro de los hogares.

Para hacer frente a las posibles consecuencias de los cambios demográficos, es necesario acometer rápidamente reformas de gran alcance, que sean compatibles con los incentivos. La contención de la deuda pública contribuiría a incrementar la sostenibilidad fiscal y reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas al impacto del envejecimiento de la población. También habrá que mejorar la estructura del sistema de cotizaciones y prestaciones de jubilación. Por lo que se refiere a los mercados de trabajo, una mayor utilización del factor trabajo, conseguida mediante políticas destinadas a elevar las tasas de actividad y empleo, y un mayor crecimiento de la productividad del trabajo, logrado a través de la inversión en capital humano y la realización del mercado interno, contribuirían a compensar el menor crecimiento a medio plazo del producto en la zona del euro. A más largo plazo, también será necesario elevar la edad de jubilación obligatoria y/o la media anual de horas de trabajo. Los distintos países de la zona del euro

son responsables de diseñar sus propias políticas de empleo y productividad, dentro del marco de la estrategia de Lisboa¹⁵ y de las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo relativas al período 2005-2008. Estas Directrices sugieren una amplia gama de políticas, que, ante los cambios demográficos previstos, habrán de adaptarse a los distintos grupos considerados.

Al ser el cambio demográfico un fenómeno de «combustión lenta», sus efectos inmediatos sobre la política monetaria serán probablemente moderados. Sin embargo, si las reformas estructurales mencionadas anteriormente son insuficientes, la política monetaria podría verse afectada indirectamente. En primer lugar, la escasez de mano de obra y la necesidad de aumentar los impuestos para financiar el incremento del gasto público derivado del envejecimiento de la población podrían generar presiones inflacionistas. En segundo lugar, en la medida en que se esté invirtiendo una proporción creciente de riqueza en activos nominales no indiciados con la inflación, la función de mantenimiento de la estabilidad de precios encomendada a los bancos centrales podría adquirir todavía más importancia, para evitar la erosión de las prestaciones de jubilación a lo largo del tiempo, como consecuencia de tasas de inflación relativamente altas.

En resumen, la desfavorable evolución demográfica descrita en el presente artículo subraya la necesidad urgente de realizar reformas estructurales orientadas a promover la flexibilidad macroeconómica y a potenciar el dinamismo de la zona del euro.

15 Véase el artículo titulado «La estrategia de Lisboa cinco años después», en el Boletín Mensual de julio del 2005.

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS INTEGRADAS DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ZONA DEL EURO



En mayo del 2006, el BCE publicó por primera vez un conjunto de cuentas anuales financieras y no financieras integradas, incluidos los balances financieros, de los sectores institucionales de la zona del euro¹. Estos datos completos sobre las diferentes actividades financieras y no financieras de los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las administraciones públicas de la zona del euro son importantes para realizar diversos análisis, por ejemplo, los relacionados con el mecanismo de transmisión monetaria. En este artículo se explican los conceptos y la metodología en que se basa el nuevo conjunto de datos y se destacan algunos resultados correspondientes a los hogares y a las sociedades no financieras.

I INTRODUCCIÓN

Para el análisis económico y monetario que realiza el Banco Central Europeo (BCE) es importante contar con estadísticas detalladas y coherentes sobre las actividades y la situación patrimonial de los distintos sectores institucionales de la economía. Un ejemplo destacado es el análisis de la compleja cadena de causas y efectos que componen lo que se conoce como mecanismo de transmisión monetaria, que suele ser más comprensible cuando se refiere a las actividades de entidades tales como los hogares o las sociedades.

En comparación con las estadísticas oficiales hasta ahora disponibles de la zona del euro, el nuevo conjunto, completo y homogéneo, de cuentas financieras y no financieras de los sectores institucionales, al que en adelante denominaremos «cuentas de la zona del euro», ofrece un mayor número de desgloses de las actividades financieras y no financieras por sectores institucionales, así como un nivel de detalle similar al de las estadísticas oficiales de otras grandes áreas económicas². Además, la metodología estadística adoptada en la elaboración del nuevo conjunto de cuentas garantiza la coherencia entre las cuentas de los diversos sectores. Así pues, estas mejoras contribuyen a superar una limitación existente en las estadísticas económicas y financieras de la zona del euro, en las que se apoya la política monetaria del BCE. La compilación de las cuentas de la zona del euro es un proyecto conjunto del BCE y de la Comisión Europea (Eurostat), en estrecha colaboración con los bancos centrales nacionales y los institutos nacionales de estadística de la Unión Europea. De momento, las cuentas de la zona del euro están disponibles con periodicidad anual para los años 1999-2004, pero, a partir de la primavera

del 2007, se publicarán también de forma regular datos trimestrales.

A continuación se describen las principales características de las cuentas de la zona del euro. El artículo comienza explicando los componentes de las cuentas integradas y los conceptos en que se basan. Luego se describen las características de la zona del euro en su conjunto, así como las características específicas de los sectores hogares y sociedades no financieras, en su calidad de principales sectores institucionales. Después se analizan algunos de los hechos más destacados de los últimos años, con especial hincapié en la evolución de los hogares y las sociedades no financieras.

2 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS Y CONCEPTOS DE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

Las cuentas de la zona del euro permiten analizar la evolución económica de los diferentes sectores institucionales de la zona (hogares, empresas y administraciones públicas), así como las relaciones entre ellos y con el resto del mundo. La evolución de las magnitudes macroeconómicas, como el crecimiento económico y la inflación, está determinada por las actuaciones de los agen-

1 Véase la nota de prensa del 31 de mayo de 2006 —Primera edición de las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro (1999-2004)— y el documento de antecedentes del BCE y Eurostat titulado «Euro area and European Union accounts for institutional sectors», que incluye un conjunto exhaustivo de cuadros con una presentación por sectores y en forma de series temporales (<http://www.ecb.int>).

2 La utilidad de contar con una perspectiva sectorial en el análisis económico y monetario se ha puesto de relieve en varios artículos publicados en el Boletín Mensual del BCE. Véase, por ejemplo, el titulado «Ahorro, financiación e inversión en la zona del euro» (Boletín Mensual del BCE, agosto del 2002) y el titulado «Saldos monetarios por sectores: Factores determinantes y evolución reciente» (Boletín Mensual del BCE, agosto del 2006).

tes individuales de una economía, a la vez que el comportamiento económico de dichos agentes varía de manera muy notable, según el sector institucional al que pertenezcan. Las cuentas de la zona del euro recién compiladas representan un conjunto completo y coherente de indicadores económicos para todos estos sectores. Además, establecen por primera vez una conciliación de las estadísticas financieras y no financieras, lo que permite un análisis integrado de las actividades económicas no financieras (como el consumo y la formación bruta de capital fijo) y de las operaciones financieras (como la emisión de valores de renta fija y la inversión en el extranjero). Por último, las cuentas incluyen también balances financieros homogéneos, de modo que el resultado de las variaciones de la riqueza financiera de cada sector de la zona del euro puede ahora investigarse en profundidad.

En general, las cuentas de la zona del euro se presentan no consolidadas, lo que significa, por ejemplo, que las tenencias por parte de una unidad perteneciente a las administraciones públicas de valores de renta fija emitidos por otra unidad de las administraciones públicas del mismo Estado miembro no se cancelan mutuamente al compilar el balance financiero de dicho sector. Tampoco se eliminan las transferencias entre unidades de las administraciones públicas en las cuentas no financieras³. La secuencia de la cascada de cuentas de la zona del euro se ha elaborado de conformidad con la metodología del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

2.1 SECTORES INSTITUCIONALES

Cada sector institucional agrupa unidades institucionales que presentan un comportamiento bastante similar: instituciones financieras, sociedades no financieras, administraciones públicas, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). Las operaciones con no residentes y los derechos financieros de residentes frente a no residentes, o viceversa, se registran en la cuenta de «resto del mundo». Así pues, las cuentas de los sectores muestran las interacciones entre los diferentes sectores de la zona del euro y entre la zona del euro y el resto del mundo⁴.

El sector hogares comprende todos los hogares, en su calidad de consumidores de bienes y servicios, así como las empresas individuales residentes no constituidas en sociedades, incluyéndose en esta última categoría a los empresarios individuales y la mayoría de las sociedades personalistas que no tienen personalidad jurídica propia. Por consiguiente, el sector hogares también genera producción y renta empresarial. En las cuentas de la zona del euro, las ISFLSH (entidades de beneficencia, organizaciones sindicales, etc.) se agrupan junto con los hogares, y su importancia económica es relativamente limitada. El sector sociedades no financieras comprende todas las empresas privadas y públicas que producen bienes y prestan servicios no financieros de mercado. En coherencia con esta delimitación, el sector de Administraciones Públicas excluye las empresas públicas que se han clasificado como sociedades no financieras e incluye las administraciones central, regional (autonómica en el caso español) y locales, así como las administraciones de la seguridad social. Por tanto, el sector Administraciones Públicas difiere de lo que normalmente se conoce como sector público.

Por primera vez se ha elaborado una cuenta del resto del mundo completa y coherente para la zona del euro. Esto significa que las operaciones transfronterizas y los activos financieros entre los Estados miembros se han eliminado de la cuenta resto del mundo de la zona del euro y en este proceso, se han eliminado también las asimetrías en las estadísticas del comercio bilateral⁵. Por consiguiente, las importaciones y las exportaciones son mucho menores de lo que serían si, simplemente, se hubieran agregado los datos de todos los Estados miembros, ya que aproximadamente la mitad de los intercambios comerciales de cada uno de dichos Estados se realiza con otros Estados miembros de la zona del euro.

3 Este tratamiento difiere del de las estadísticas de las finanzas públicas que aparece en los cuadros 6.1, 6.2 y 6.3 de la sección titulada «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual, ya que estos datos se presentan de forma consolidada.

4 Esto significa que las cuentas de la zona del euro incorporan (con una ligera transformación) las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona.

5 Como resultado, se ha producido un ligero ajuste a la baja (de menos del 1%) del PIB nominal de la zona del euro.

2.2 DE LA PRODUCCIÓN A LA CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

Las cuentas de la zona del euro registran, en principio, todas las operaciones que se realizan entre los agentes económicos durante un período determinado y muestran en los balances financieros los saldos iniciales y finales de los distintos activos financieros y de los pasivos. Estas operaciones se agrupan en una secuencia de cuentas, cada una de las cuales abarca un proceso económico concreto, que se inicia en la producción, la generación y la (re)distribución de la renta, sigue por el uso de la renta para fines de consumo e inversión, y termina en las operaciones financieras, es decir, la adquisición neta de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Cada operación se registra como un aumento de los «recursos» de un determinado sector y como un aumento de los «empleos» de otro. Por ejemplo, en la columna de recursos de la categoría de operaciones «intereses» se registran las cantidades en concepto de intereses devengados a recibir por los diferentes sectores de la economía, mientras que en la columna de empleos figuran los intereses devengados a pagar. Para cada tipo de operación, la suma de los recursos de todos los sectores y del resto del mundo es igual al total de empleos⁶. Para cada cuenta se obtiene un saldo, que se calcula como diferencia entre sus recursos totales y sus empleos totales, o como diferencia entre las variaciones totales de los activos financieros y las variaciones totales de los pasivos. Normalmente, estos saldos contables, como el PIB o el ahorro, que se arrastran a la cuenta siguiente, constituyen importantes indicadores económicos. En el cuadro 3, al final de este artículo, se presenta una síntesis de las cuentas de la zona del euro.

La cuenta de producción, por ejemplo, registra como principal recurso la producción de bienes y servicios, a la que se suman los impuestos menos las subvenciones sobre los productos para obtener los recursos totales. El principal destino en la cuenta de producción es el «consumo intermedio», es decir, el consumo de bienes y servicios generados en otros procesos de producción. La diferencia entre los recursos y los empleos es el saldo contable «valor añadido bruto». A continuación, este valor añadido bruto se lleva como recurso a la cuenta

siguiente, es decir, la cuenta de distribución de la renta, cuyo saldo contable es la «renta disponible bruta». Esta interconexión conceptual y numérica de las cuentas garantiza la coherencia en la obtención de los principales indicadores económicos. El vínculo entre las cuentas no financieras y las cuentas financieras es el saldo contable «capacidad/necesidad de financiación», que puede obtenerse tanto a partir de la última de las cuentas no financieras (cuenta de capital) como de la cuenta financiera. La «capacidad/necesidad de financiación» se obtiene a partir de la cuenta de capital comparando la «formación bruta de capital» (principalmente, inversión en bienes de equipo), más la adquisición neta de «activos no financieros no producidos» (como los terrenos o las licencias) con el «ahorro neto», más las «transferencias de capital». Si el ahorro neto más las transferencias de capital recibidas exceden de las inversiones no financieras, un sector tiene superávit de fondos y se convierte en prestamista neto de otros sectores. En la cuenta financiera esto implica que los activos financieros que adquiere el sector en cuestión son superiores a los pasivos en que incurre⁷.

2.3 RIQUEZA FINANCIERA NETA Y REVALORIZACIONES

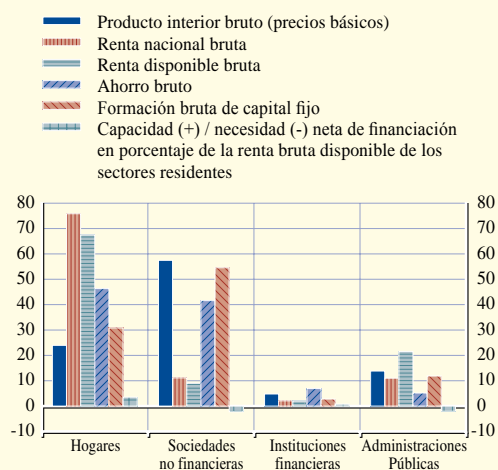
Los balances financieros muestran la posición financiera de los sectores, detallada por categorías de activos financieros y pasivos (como depósitos, préstamos y acciones), así como la forma en que esa posición ha variado durante el período de referencia. Los activos financieros y los pasivos se valoran a precios de mercado. Los balances financieros varían como resultado no sólo de las operaciones

6 En el caso de las operaciones con activos, como la financiación mediante préstamos o la adquisición de acciones, se hace una distinción entre «variaciones de pasivos» y «variaciones de activos» en lugar de diferenciar entre recursos y empleos. En la cuenta del resto del mundo se consideran las operaciones y las posiciones transfronterizas desde la perspectiva del resto del mundo. Por consiguiente, las importaciones de la zona del euro se contabilizan como recursos y las exportaciones como empleos.

7 Las cuentas financieras y no financieras y los balances de la zona del euro se han compilado en un proceso único. Al mismo tiempo, se ha logrado una coherencia total entre los sectores de administraciones públicas e instituciones financieras y el resto del mundo (por lo tanto, no existe una categoría de «errores y omisiones»). Persisten algunas discrepancias, del mismo importe y signo contrario, en los sectores de hogares y sociedades no financieras, pero son relativamente menores en comparación con una simple agregación de los datos no integrados de las cuentas financieras y no financieras.

Gráfico 1 Participación de los sectores residentes en los principales agregados económicos de la zona del euro 1999-2004

(media del período; porcentaje del total, salvo indicación en contrario)



Fuentes: BCE y Eurostat.

financieras acumuladas, sino también de otros cambios que se producen en los activos. Aunque esta última categoría refleja principalmente las revalorizaciones como consecuencia de las variaciones de los precios de mercado de los instrumentos financieros, abarca también otros conceptos como las cancelaciones de deuda. El cálculo coherente de las pérdidas y ganancias por sectores tenedores y por instrumentos financieros permite realizar análisis exhaustivos, por ejemplo, de los efectos de esas variaciones en el comportamiento económico de los hogares y las sociedades no financieras.

La cuenta de activos y pasivos financieros frente al exterior muestra la situación financiera de la zona del euro frente al resto del mundo. Naturalmente, las variaciones de los precios, resultantes de la evolución de los tipos de cambio determinan, en gran medida, las otras variaciones en la cuenta del resto del mundo.

3 CONTRIBUCIONES DE LOS SECTORES A LOS AGREGADOS MACROECONÓMICOS

Las cuentas de la zona del euro incluyen indicadores económicos clave, tanto para los diversos sectores como para la economía de la zona en su

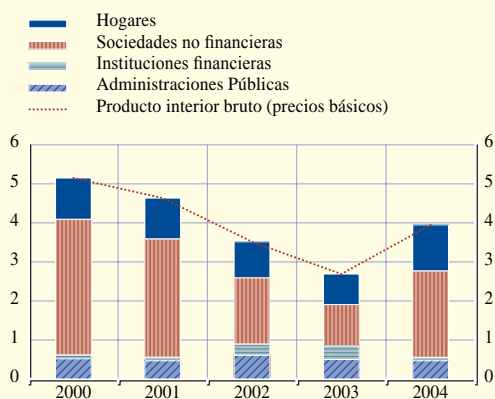
conjunto. En esta sección se describen algunas de las características económicas más sobresalientes de los distintos sectores de la zona del euro y su contribución a la evolución de agregados macroeconómicos más importantes.

La mayor parte del valor añadido en la zona del euro (en promedio, un 58% durante el período 1999-2004) lo generan las sociedades no financieras, mientras que algo menos de una cuarta parte procede de las actividades de producción de las empresas individuales sin personalidad jurídica propia y las viviendas ocupadas por sus propietario (véase gráfico 1). El VAB generado por las Administraciones Públicas supone algo más del 10% del total. La mayor parte del valor añadido generado por las sociedades y las Administraciones Públicas se traslada a los hogares en forma de sueldos y salarios y de cotizaciones sociales a cargo de los empleadores. Así pues, la inmensa mayoría de la renta nacional bruta se acumula en el sector hogares. Posteriormente, se reduce en cierta medida a través de la redistribución de la renta por medio de los impuestos, los pagos netos a la seguridad social y otras transferencias, que se pagan principalmente a las Administraciones Públicas (véase la distribución de la renta nacional bruta y de la renta disponible bruta en el gráfico 1).

La renta disponible puede dedicarse al consumo o al ahorro. Durante el período analizado, las inversiones no financieras realizadas por las sociedades no financieras fueron superiores al ahorro (más las transferencias netas de capital recibidas), lo que significa que este sector fue prestatario neto de fondos. El sector Administraciones Públicas también registró un déficit, a diferencia de los hogares, cuyo ahorro sobrepasó con creces a sus inversiones no financieras (por ejemplo, en viviendas nuevas y en la creación de empresas individuales), aunque su formación bruta de capital fijo siguió representando más del 30% de la del total de la zona del euro. Así pues, los hogares proporcionaron financiación a los demás sectores residentes y al resto del mundo, principalmente a través de las instituciones financieras, que actúan, fundamentalmente, como intermediarios financieros, que, normalmente, registran un superávit financiero (relativamente pequeño).

Gráfico 2 Contribuciones de los sectores a la tasa de crecimiento nominal del PIB de la zona del euro

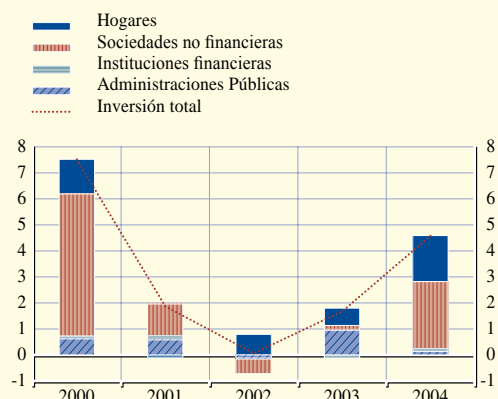
(tasa de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico 3 Contribuciones de los sectores a la tasa de crecimiento nominal de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro

(tasa de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

La capacidad o necesidad de financiación neta de los sectores residentes se compensó en gran medida entre sí, lo que significa que la economía de la zona del euro financia la mayor parte de sus inversiones (no financieras) a través del ahorro interno. En conjunto, la zona del euro fue un modesto prestatario neto de fondos entre los años 1999 y 2001, y un prestamista neto de fondos entre el 2002 y el 2004. La cuenta financiera del resto del mundo muestra esta evolución con el detalle por instrumentos financieros.

Por lo que respecta a la contribución de los sectores a la evolución de los principales agregados macroeconómicos, los gráficos 2 y 3 muestran, respectivamente, la contribución de cada sector a las tasas interanuales de crecimiento nominal del PIB de la zona del euro y de la formación bruta de capital entre los años 2000 y 2004. El gráfico 2 indica claramente que las fluctuaciones de las tasas de crecimiento del PIB tuvieron su origen, básicamente, en las variaciones de la contribución de las sociedades no financieras. La contribución del sector hogares al crecimiento del valor añadido total es más estable.

Según lo previsto, el crecimiento de la formación bruta de capital (a precios corrientes) es bastante volátil. En el período comprendido entre los años

2000 y 2002 se redujo a cero, para incrementarse de nuevo posteriormente (véase gráfico 3). Las fluctuaciones de la inversión realizada por las sociedades no financieras fueron aún mayores. La contribución del sector hogares fue relativamente importante en el 2004.

4 ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ENTRE 1999 Y EL 2004

En esta sección se analizan las principales características de las cuentas financieras y no financieras de los hogares y las sociedades no financieras. En gran medida, las interacciones entre estos dos sectores determinan la evolución general de la economía.

4.1 HOGARES

Como se indica en el cuadro 1, la remuneración de los asalariados es el componente más importante de la renta bruta disponible de los hogares, con una participación media del 74% en el período comprendido entre 1999 y el 2004. La renta mixta que llega a los trabajadores autónomos, y el excedente bruto de explotación de las viviendas ocupadas por sus propietarios, representó el

Cuadro 1 Hogares: de la renta primaria a las operaciones financieras

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1999-2004 % del PIB ^{1,2)}
Remuneración de los asalariados	3.128	3.294	3.443	3.559	3.648	3.747	74
+ Renta mixta bruta + excedente bruto de explotación	1.012	1.056	1.111	1.155	1.191	1.254	24
+ Renta de la propiedad (recursos – empleos)	687	732	760	737	744	762	16
de la cual: Intereses (recursos – empleos)	126	129	128	108	106	99	2
Renta primaria	4.828	5.082	5.314	5.450	5.583	5.762	113
– Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	634	672	687	697	700	708	15
– Cotizaciones sociales (recursos – empleos)	1.194	1.247	1.289	1.334	1.386	1.428	28
+ Prestaciones sociales excluidas las transferencias en especie (recursos – empleos)	1.181	1.217	1.271	1.342	1.395	1.438	28
+ Otras transferencias corrientes (recursos – empleos)	49	54	58	64	67	64	1
Renta disponible bruta	4.230	4.436	4.668	4.824	4.959	5.129	100
+ Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	45	46	49	51	56	61	1
– Gasto en consumo final	3.666	3.870	4.040	4.156	4.279	4.428	87
Ahorro bruto	609	612	676	719	736	762	15
+ Transferencias de capital (recursos – empleos)	25	26	18	7	13	16	0
– Formación bruta de capital	434	451	446	457	469	496	10
– Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-2	-4	-3	-4	0	-2	0
Capacidad (+) / necesidad (-) neta de financiación	202	191	251	272	281	283	5
= Adquisiciones netas de activos financieros	511	462	485	491	517	578	11
– Pasivos netos contraídos	305	273	221	203	218	308	5
+ Discrepancia estadística	-4	2	-13	-17	-19	14	0

Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Participación de la renta disponible bruta de los hogares y las ISFLSH; promedio 1994-2004.

2) El total puede no coincidir con la suma de los componentes, debido al redondeo.

24%, mientras que las rentas netas de la propiedad representaron el 16%. Un componente importante de las rentas de la propiedad a cobrar son los ingresos en concepto de intereses por los depósitos y los valores de renta fija en poder de los hogares, que exceden claramente al montante de los intereses a pagar por este sector por los préstamos; los intereses netos devengados a recibir ascendieron, en promedio, al 2% de la renta bruta disponible durante el período comprendido entre 1999 y el 2004. Como los impuestos directos y las cotizaciones sociales recaudados por las Administraciones Públicas fueron superiores a las diversas transferencias realizadas a los hogares en este período, el efecto neto de estas operaciones de redistribución sobre la renta disponible de los hogares ha sido negativo, ascendiendo en promedio a un -13% de la renta disponible bruta.

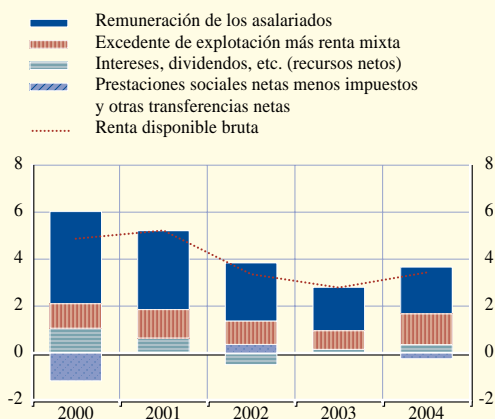
La tasa de crecimiento interanual de la renta bruta nominal disponible aumentó en el 2004, tras haberse reducido notablemente en los tres años anteriores (gráfico 4). El incremento registrado

en el 2004, se debió en gran medida a la mayor contribución de la renta mixta y del excedente de explotación, mientras que el descenso previo fue consecuencia, principalmente, del menor crecimiento de la remuneración de los asalariados. Las operaciones de redistribución sólo tuvieron un impacto limitado sobre el perfil de crecimiento de la renta en los años considerados.

La renta bruta disponible puede destinarse al consumo o al ahorro. El ahorro incluye la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones, que refleja, principalmente, los pagos realizados por los empleadores a los planes de pensiones. Este componente relativamente pequeño (véase cuadro 1) no está disponible, evidentemente, para su consumo inmediato. El ahorro bruto de los hogares de la zona del euro (como proporción de la renta disponible bruta de los hogares) se redujo en el año 2000, pero posteriormente aumentó y se mantuvo en general estable en niveles próximos al 15% durante el 2004 (véase gráfico 5). Varios factores influyeron en

Gráfico 4 Renta disponible bruta de los hogares

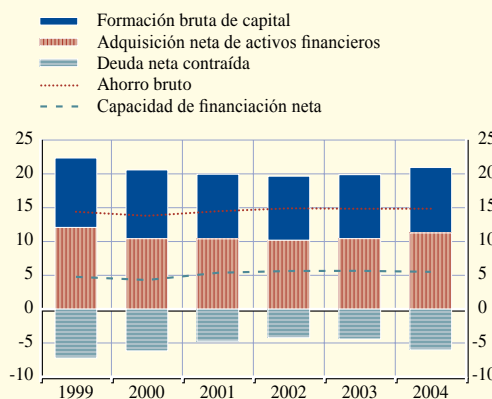
(tasa de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico 5 Ahorro, inversión y capacidad de financiación de los hogares

(porcentaje de la renta disponible bruta)



Fuentes: BCE y Eurostat.

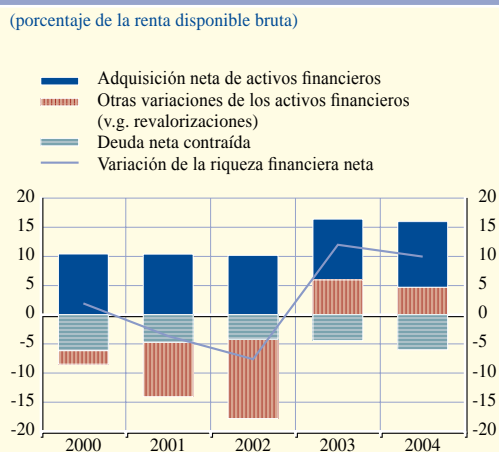
esta evolución. Por ejemplo, como resultado del fuerte crecimiento de la renta del trabajo y de las positivas expectativas respecto a la renta, vigentes a finales de la década de los noventa, los hogares podrían haber absorbido el incremento de los impuestos y de las cotizaciones sociales, consecuencia de esas subidas, reduciendo su tasa de ahorro. Además, el aumento de la riqueza financiera y no financiera a finales de los noventa, en un contexto de subida de los precios de las acciones y de la vivienda, podría haber incrementado la propensión al consumo de los hogares, dando lugar así a una reducción de la tasa de ahorro. El retorno a una tasa de ahorro algo más elevada en el período comprendido entre los años 2000 y 2004 refleja probablemente tanto el prolongado período de incertidumbre económica y financiera que sucedió al final del auge de «la nueva economía» como la preocupación en varios países de la zona del euro respecto a la sostenibilidad de los sistemas de seguridad social.

Los hogares invierten sus ahorros en activos financieros o no financieros: La inversión en activos no financieros refleja, principalmente, la adquisición de viviendas nuevas y de activos fijos por parte de las empresas individuales. Normalmente, los hogares financian parte de estas inversiones contrayendo deuda en forma de préstamos. Con sus de-

cisiones en materia de ahorro, inversión en activos y financiación, los hogares pueden transferir parte de su renta a lo largo del tiempo y así distribuir el gasto durante todo su ciclo de vida. La deuda neta contraída por los hogares, como proporción de su renta bruta disponible, se redujo entre 1999 y el 2002, pero aumentó de nuevo posteriormente para situarse ligeramente por encima del 5% en el 2004. Al mismo tiempo, la formación bruta de capital fijo de los hogares siguió siendo sólida durante todo el período (suponiendo, en promedio, un 10% de la renta disponible bruta), debido principalmente a los bajos tipos de interés de las hipotecas y a la anticipación de nuevas subidas del precio de la vivienda. Contrayendo deudas y acumulando activos financieros y no financieros, los hogares pueden hacer frente a las variaciones de su renta, ya sean previstas (jubilación) o imprevistas (pérdida de empleo). Entre 1999 y el 2004 la inversión en activos de los hogares de la zona del euro ascendió, en promedio, a algo más del 20% de su renta disponible bruta, siendo ligeramente inferior el porcentaje en el caso de los activos no financieros que en el de los activos financieros (véase gráfico 5).

La capacidad de financiación neta de los hogares se mantuvo relativamente estable durante el período 1999-2004, en un promedio del 5% de la renta

Gráfico 6 Variaciones de los activos financieros, el endeudamiento y la riqueza financiera neta de los hogares

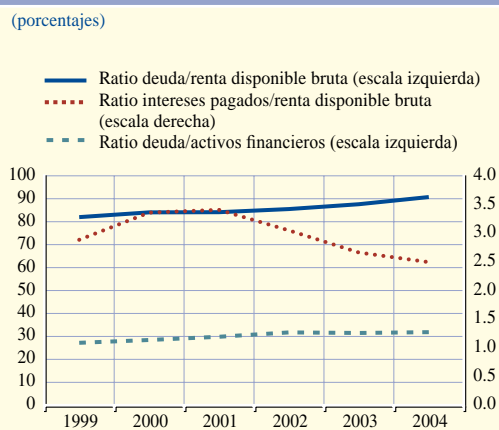


Fuentes: BCE y Eurostat.

disponible bruta. En los últimos años, esta posición del sector hogares como prestamista neto ha sido compatible con un incremento de las deudas netas contraídas debido a que el mayor endeudamiento ha venido acompañado de un incremento similar de las inversiones financieras netas. Naturalmente, estas tendencias generales enmascaran la existencia de distintos comportamientos dentro del sector.

Examinando la información que proporcionan las cuentas financieras, se observa que las variaciones de la riqueza financiera neta de los hogares reflejan la adquisición neta de activos financieros, las variaciones de los precios de los activos financieros y la contracción de pasivos, netos de sus amortizaciones y cancelaciones. El gráfico 6 muestra que las variaciones de la riqueza financiera neta de los hogares de la zona del euro durante el período 2000-2004 son atribuibles, en gran medida, a las variaciones de los precios de mercado de los instrumentos financieros (principalmente, acciones y otras participaciones), mientras que la adquisición neta de activos financieros como porcentaje de la renta disponible bruta se mantuvo bastante estable. Es interesante señalar que la contracción de nuevas deudas disminuyó en el período de fuerte incertidumbre económica y financiera (especialmente en los años 2001 y 2002) y que desde en-

Gráfico 7 Endeudamiento de los hogares



Fuentes: BCE y Eurostat.

tonces ha vuelto a incrementarse en un entorno de bajos tipos de interés.

Durante el período analizado, la evolución de la inversión financiera de los hogares podría dividirse en dos etapas. En los años 1999 y 2000 los hogares invirtieron de forma importante en acciones y participaciones en fondos de inversión, en un contexto de fuertes subidas de las cotizaciones bursátiles. A partir del 2001, los hogares incrementaron la proporción de sus inversiones en efectivo y depósitos, lo que refleja una preferencia general por los activos líquidos y sin riesgo. La inversión en seguros de vida y fondos de pensiones es, por naturaleza, más estable y representó casi el 40% de la inversión financiera total de los hogares.

Un cambio en la posición patrimonial del sector hogares que ha sido objeto de gran atención en el período siguiente al final de la década de los noventa, debido a sus posibles repercusiones en el proceso de transmisión de la política monetaria, ha sido el aumento del endeudamiento. La financiación creciente del sector, unida al crecimiento relativamente moderado de la renta, ha dado lugar a nuevos incrementos de la ratio de endeudamiento agregado del sector en porcentaje de la renta bruta disponible. A finales del 2004, dicha ratio se situaba ligeramente por encima del 90% (frente al 82% registrado a

Cuadro 2 Sociedades no financieras: Del valor añadido a la renta empresarial

(mm de euros)						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Valor añadido bruto	3.247	3.449	3.642	3.751	3.817	3.962
– Remuneración de los asalariados	1.958	2.074	2.178	2.243	2.289	2.348
– Impuestos sobre la producción y las importaciones	100	103	105	107	108	115
+ Subvenciones	51	49	50	50	50	51
Excedente bruto de explotación	1.239	1.320	1.410	1.452	1.471	1.549
+ Rentas de la propiedad (recursos)	211	300	331	308	295	315
– Intereses (empleos)	175	235	266	239	222	221
– Rentas (empleos) ¹⁾	6	7	8	8	9	9
Renta empresarial bruta	1.270	1.378	1.466	1.513	1.535	1.635
– Consumo de capital fijo	489	524	555	577	592	614
Renta empresarial neta	780	854	912	936	943	1.021

Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Sobre los terrenos, licencias y otros activos no producidos.

finales de los años noventa) (véase gráfico 7). Al mismo tiempo, la ratio deuda/activos financieros también aumentó, del 27% en 1999 al 32% en el 2004. Es posible que la ratio deuda/activos totales haya aumentado de forma menos acusada, debido a que, en un entorno de fuerte subidas de los precios de la vivienda, la riqueza no financiera de los hogares podría haberse incrementado más rápidamente que su riqueza financiera. Otro factor importante, al evaluar este aumento de la ratio deuda/renta, es la evolución de los intereses devengados por los hogares. Como, en general, los tipos de interés han seguido una tendencia descendente desde el año 2000, los intereses devengados, en porcentaje de la renta disponible bruta, se han reducido durante este período, a pesar de que los niveles de deuda viva hayan sido más elevados.

4.2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La renta empresarial es un indicador básico para las sociedades⁸. Se trata de un concepto de renta comparable a los beneficios corrientes en la contabilidad de empresas (deducidos los pagos netos en concepto de intereses, pero sin descontar el pago de dividendos e impuestos). El cuadro 2 indica que la renta empresarial bruta se obtiene restando del valor añadido bruto la remuneración de los asalariados y los impuestos sobre la producción y las importaciones, y sumando las subvenciones menos los intereses y alquileres devengados, más la renta de la propiedad devengada por los activos

financieros en poder de las sociedades no financieras (incluidos los dividendos y los beneficios no distribuidos procedentes de la inversión directa extranjera).

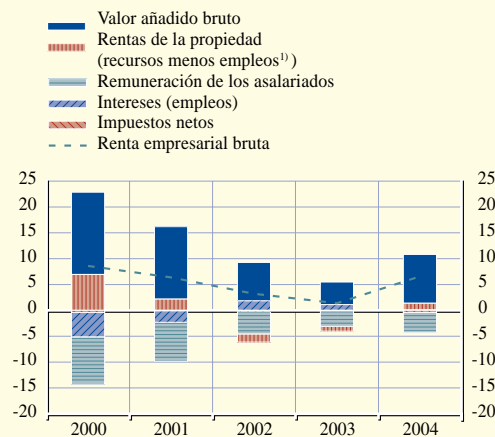
El crecimiento de la renta empresarial bruta de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el 2004, tras los descensos registrados en los años anteriores (véase gráfico 8). Este cambio es atribuible no sólo a la evolución del valor añadido bruto y de la remuneración de los asalariados, sino también a la evolución de las rentas de la propiedad devengadas por los activos financieros de las sociedades no financieras, principalmente, dividendos provenientes de sus inversiones en otras empresas. La caída del crecimiento de los beneficios en los años 2002 y 2003 se atenuó, hasta cierto punto, con la reducción de los pagos en concepto de intereses en un entorno de tipos de interés cada vez más bajos. El descenso de la rentabilidad entre el 2002 y el 2003 es, en general, coherente con su evolución según los datos agregados de empresas individuales procedentes de los estados contables de las sociedades no financieras cotizadas⁹. En un entorno de favorables condiciones de financiación, reestructuración de los balances de las empresas y moderación salarial

8 La renta empresarial puede medirse en cifras netas o brutas. En el segundo caso incluye el consumo de capital fijo (depreciación).

9 Véase el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de junio del 2006, titulado «Rentabilidad y evolución del apalancamiento de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro».

Gráfico 8 Renta empresarial bruta de las sociedades no financieras

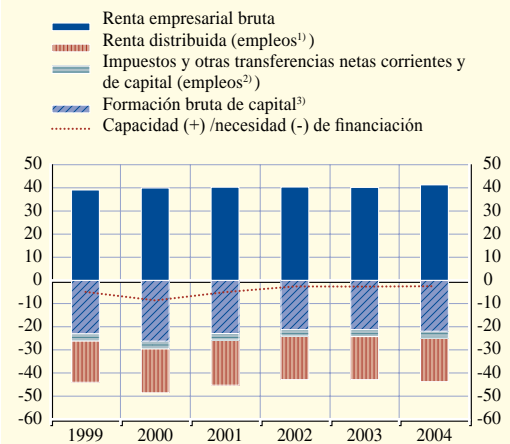
(tasa de crecimiento interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Sobre terrenos, licencias y otros activos no producidos.

Gráfico 9 Renta distribuida e inversión de las sociedades no financieras

(porcentaje del valor añadido bruto)



Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Más beneficios reinvertidos de la inversión directa extranjera.
2) Más ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones.
3) Más adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos.

sostenida, el crecimiento de los beneficios experimentó un fuerte repunte en el 2004 y se situó en un nivel muy próximo al observado en el 2000. Además, a pesar de la elevada ratio de deuda del sector de sociedades no financieras, los gastos netos en concepto de intereses no fueron un lastre para el crecimiento de los beneficios en 2004.

Las sociedades no financieras tienen que pagar impuestos y otras transferencias corrientes y pueden distribuir la renta empresarial restante más las transferencias netas de capital recibidas a sus propietarios, o retenerla para invertirla en capital fijo y activos financieros¹⁰. En el gráfico 9 puede observarse que la suma de los impuestos y las transferencias netas pendientes de pago, los dividendos devengados y la formación bruta de capital exceden normalmente de la renta empresarial, de modo que las sociedades no financieras son prestatarios netos. Es lo que ocurrió, en particular, en los años 1999 y 2000, período que se caracterizó, al mismo tiempo, por una sustancial adquisición neta de activos financieros, principalmente en forma de acciones y otras participaciones, como consecuencia

de las fusiones y adquisiciones de empresas¹¹. Por consiguiente, los pasivos netos contraídos fueron también muy elevados en esos dos años (gráfico 10). Las moderadas tasas de crecimiento económico registradas a partir de entonces han contribuido a un notable descenso relativo del endeudamiento de las sociedades no financieras. En el 2004, el crecimiento de la renta empresarial bruta experimentó un nuevo repunte (gráfico 8), pero también repuntó la formación de capital fijo (véase gráfico 3), lo que hizo que las necesidades de financiación netas se mantuvieran prácticamente estables en comparación con el 2003¹².

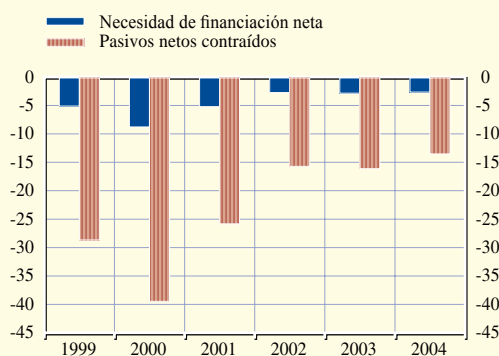
10 Véase un examen reciente de la financiación empresarial en la zona del euro en el artículo titulado «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2005 y referencias correspondientes.

11 Véase el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2002, titulado «Las operaciones de fusión y adquisición y la composición de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro» y el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de julio del 2006, titulado «Tendencias recientes de las fusiones y adquisiciones en la zona del euro».

12 Véase un examen reciente del crecimiento de la inversión en la zona del euro en el recuadro 7 del Boletín Mensual del BCE de mayo de 2005, titulado «Evolución reciente de la inversión por tipo de producto».

Gráfico 10 Endeudamiento de las sociedades no financieras

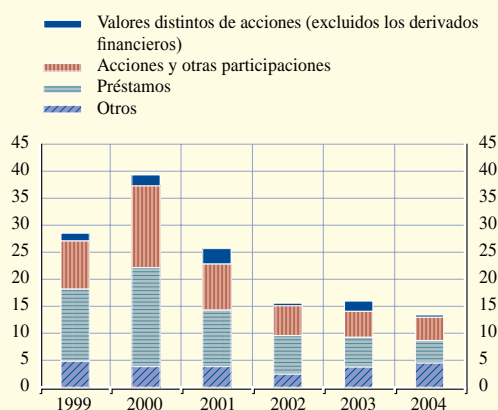
(porcentaje del valor añadido bruto)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico 11 Financiación exterior de las sociedades no financieras

(porcentaje del valor añadido bruto)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: «Otros» incluye la participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y de los fondos de pensiones, otras cuentas pendientes de pago y los derivados financieros.

En el gráfico 11 se detallan los pasivos netos contraídos por las sociedades no financieras por tipos de pasivos. Puede observarse que la moderación de las necesidades de financiación tras el auge registrado en los años 1999 y 2000 se tradujo en una reducción de los recursos externos obtenidos a través de la financiación mediante deuda (préstamos y emisión de valores) y mediante acciones.

5 CONCLUSIÓN

En mayo del 2006 se publicaron, por primera vez, cuentas de la zona del euro que incluyen cuentas financieras y no financieras integradas, así como balances financieros de los diversos sectores institucionales. Las cuentas de la zona del euro ofrecen un marco coherente para el análisis de la evolución económica y financiera de cada sector y proporcionan información completa no sólo sobre las actividades económicas de los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas de la zona del euro, sino también sobre la interac-

ción económica entre la economía de la zona y el exterior por medio de una cuenta del resto del mundo desde la perspectiva de la zona del euro. La coherencia de estas nuevas estadísticas representa una importante mejora que, en el contexto del análisis económico y monetario que realiza el BCE, permite comprender de forma más precisa el comportamiento de los agentes en general, y de los hogares y las sociedades no financieras en particular, en lo que respecta a la producción, la distribución de la renta, el ahorro, la inversión y la financiación.

A la publicación de las cuentas anuales de la zona del euro seguirá, a partir de la primavera del 2007, la publicación periódica de cuentas trimestrales de los sectores. La puntual disponibilidad de un conjunto de estadísticas financieras y no financieras de estas características permitirá una valoración más detallada del mecanismo de transmisión de la política monetaria, por ejemplo, proporcionando información coherente sobre el efecto renta y el efecto riqueza en el consumo de los hogares y en la formación bruta de capital.

Cuadro 3 Cuentas de la zona del euro 2004: presentación abreviada

(mm de euros; precios corrientes)

Empleos							Recursos							
Hogares e ISFLSH	Administraciones Públicas	Instituciones financieras	Sociedades no financieras	Total economía	Resto del mundo	Suma de los sectores	Cuentas no financieras	Suma de los sectores	Resto del mundo	Total economía	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Hogares e ISFLSH
CUENTA DE INTERCAMBIOS EXTERIORES														
					1.490		Exportaciones de bienes y servicios							
							Importaciones de bienes y servicios		1.362					
CUENTA DE PRODUCCIÓN														
							Producción	14.229		14.229	9.539	676	1.342	2.672
992	384	341	5.577	7.294		7.294	Consumos intermedios							
							Impuestos menos subvenciones sobre los productos ¹	793		793				
1.680	958	335	3.962	7.728		7.728	Valor añadido bruto/PIB ²							
CUENTA DE ASIGNACIÓN DE LA RENTA														
							Valor añadido bruto/PIB ²	7.728		7.728	3.962	335	958	1.680
394	807	189	2.348	3.739	15	3.754	Remuneración de los asalariados	3.754	7	3.747				3.747
45	18	13	115	1.052		1.052	Impuestos sobre la producción y las importaciones	1.052	24	1.028			1.028	
	100			100	37	137	Subvenciones	137		137	51	1	4	12
136	243	1.030	977	2.385	245	2.631	Renta de la propiedad	2.631	303	2.327	315	1.054	60	898
708	1	44	126	880	4	884	Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	884	1	882			882	
1.432				1.432	2	1.435	Cotizaciones sociales	1.435	4	1.431	73	144	1.210	4
5	1.287	98	62	1.451	3	1.454	Prestaciones sociales excluidas las transferencias sociales en especie	1.454	11	1.443				1.443
254	154	184	86	677	33	710	Otras transferencias corrientes	710	105	606	39	184	65	318
5.129	1.598	160	727	7.613		7.613	Renta disponible bruta							
CUENTA DE UTILIZACIÓN DE LA RENTA DISPONIBLE														
							Renta disponible bruta	7.613		7.613	727	160	1.598	5.129
4.428	1.576			6.004		6.004	Gasto en consumo final							
1	0	49	12	62	0	62	Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	62	1	61				61
762	21	111	715	1.608		1.608	Ahorro bruto							
CUENTA DE CAPITAL														
							Ahorro bruto/saldo de operaciones corrientes con el exterior	1.596	-13	1.608	715	111	21	762
38	101	11	10	160	24	184	Transferencias de capital	184	8	177	65	4	54	54
496	189	42	868	1.596		1.596	Formación bruta de capital							
-2	0	0	1	0	0	0	Adquisición menos cesiones de activos no financieros no producidos							
283	-216	61	-99	29	-29	0	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación							

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) No se dispone de detalle por sectores para los datos correspondientes a impuestos sobre productos (v.g. el IVA) y subvenciones a los productos. Por consiguiente, la suma de los sectores residentes no coincide con la del total de la economía.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores internos, más los impuestos sobre los productos menos las subvenciones correspondientes. Por consiguiente, la suma de los sectores residentes no coincide con la del total de la economía.

Cuadro 3 Cuentas de la zona del euro 2004: presentación abreviada (continuación)

(mm de euros; precios corrientes)														
(Variaciones de los) activos financieros							Cuentas financieras ³⁾	(Variaciones de los) pasivos y activos financieros netos						
Hogares e ISFLSH	Administraciones Públicas	Instituciones financieras	Sociedades no financieras	Total economía	Resto del mundo	Suma de los sectores		Suma de los sectores	Resto del mundo	Total economía	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Hogares e ISFLSH
CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERA														
							Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación (de las cuentas de capital)	0	-29	29	-99	61	-216	283
							Discrepancia estadística	0	0	0	-14	0	0	14
							Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación neta de las cuentas financieras	0	-29	29	-85	61	-216	269
578	43	3.205	446	4.271	808	5.079	Variaciones totales de los activos financieros/ pasivos	5.079	837	4.242	530	3.144	259	308
			-2	-2	2	0	Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)							
237	17	669	83	1.007	257	1.265	Efectivo y depósitos	1.265	144	1.121	0	1.100	21	
63	19	614	-49	647	262	909	Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	909	224	685	17	435	233	
-3	12	617	85	711	16	726	Préstamos	726	178	548	166	52	15	316
19	-4	340	165	520	255	776	Acciones y otras participaciones	776	269	507	171	336		0
246	0	4	7	258	3	261	Reservas técnicas de seguro	261	1	259	13	244		2
15	-1	962	153	1.130	14	1.143	Otras cuentas (pendientes de cobro/ de pago) y derivados financieros	1.143	21	1.122	164	977	-9	-10
CUENTA DE OTRAS VARIACIONES DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS														
							Otras variaciones del patrimonio neto		142	-146	-324	-36	-26	240
241	51	-525	194	-39	75	36	Variaciones totales de los activos financieros/ pasivos ⁴⁾	40	-66	106	518	-490	77	0
BALANCE FINANCIERO AL FINAL DEL PERÍODO														
							Activos (+) financieros netos/pasivos (-)		1.182	-1.053	-6.701	-49	-4.268	9.965
14.620	2.112	32.121	10.906	59.759	9.691	69.449	Total activos financieros / total pasivos	69.321	8.509	60.812	17.607	32.170	6.381	4.655
		129		129		129	Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG) ³⁾							
4.863	440	6.969	1.254	13.527	2.501	16.027	Efectivo y depósitos	16.027	1.691	14.336	0	14.033	304	
1.482	190	7.310	327	9.308	2.251	11.559	Valores distintos de acciones excluidos derivados financieros	11.559	1.839	9.719	629	4.360	4.730	
25	347	10.361	1.535	12.268	1.021	13.290	Préstamos	13.290	1.382	11.908	5.357	1.217	1.017	4.317
3.905	698	5.936	5.337	15.876	3.425	19.301	Acciones y otras participaciones	19.301	3.065	16.236	9.011	7.220		5
4.040	3	115	118	4.275	112	4.387	Reservas técnicas de seguro	4.387	5	4.382	301	4.051		30
304	434	1.302	2.335	4.376	381	4.757	Otras cuentas (pendientes de cobro/ de pago) y derivados financieros	4.757	526	4.231	2.309	1.289	330	303

3) Datos sin consolidar.

4) El oro monetario y los DEG son activos financieros sin pasivos de contrapartida.

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 el apartado Statistical Data Warehouse en la sección Statistics de la dirección del BCE en Internet (<http://sdw.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	
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,7	2,18	3,44
2005 IV	10,9	8,5	7,8	-	9,0	14,8	2,34	3,42
2006 I	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,3	2,61	3,56
II	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,1	2,90	4,05
III	.	.	.	-	.	.	3,22	3,97
2006 Abr	9,8	9,3	8,7	8,7	11,4	16,2	2,79	4,01
May	10,2	9,1	8,8	8,6	11,4	16,4	2,89	4,06
Jun	9,3	9,1	8,5	8,3	11,0	15,0	2,99	4,07
Jul	7,4	8,2	7,8	8,2	11,1	15,7	3,10	4,10
Ago	7,2	8,4	8,2	.	11,3	.	3,23	3,97
Sep	.	.	.	.	.	.	3,34	3,84

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	2,3	1,9	2,0	81,5	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,2	1,4	1,2	81,2	0,8	8,6
2005 IV	2,3	4,4	2,0	1,8	2,0	81,5	0,7	8,4
2006 I	2,3	5,2	2,2	2,1	3,4	82,2	1,0	8,1
II	2,5	5,8	2,4	2,6	3,8	83,0	1,2	7,9
III	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Abr	2,4	5,5	-	-	1,7	82,4	-	7,9
May	2,5	6,1	-	-	5,2	-	-	7,9
Jun	2,5	5,8	-	-	4,4	-	-	7,9
Jul	2,4	6,0	-	-	3,2	83,5	-	7,8
Ago	2,3	5,7	-	-	.	-	-	7,9
Sep	1,8	.	-	-	.	-	-	.

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)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-10,6	54,1	-156,3	155,4	320,3	103,0	105,2	1,2441
2005 IV	-8,1	4,9	-20,2	-49,1	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 I	-12,9	-4,6	-14,6	31,2	327,1	101,2	103,5	1,2023
II	-10,0	5,9	-10,0	110,6	323,8	103,5	105,7	1,2582
III	.	.	.	.	.	104,3	106,5	1,2743
2006 Abr	-6,8	0,4	-1,9	-5,2	336,8	102,7	105,1	1,2271
May	-10,8	0,9	-0,4	49,3	333,2	103,8	106,1	1,2770
Jun	7,6	4,6	-7,7	66,5	323,8	103,9	106,1	1,2650
Jul	2,1	5,1	-8,9	2,1	330,1	104,3	106,6	1,2684
Ago	.	.	.	.	326,4	104,4	106,6	1,2811
Sep	.	.	.	.	.	104,2	106,4	1,2727

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 8 Sep	2006 15 Sep	2006 22 Sep	2006 29 Sep
Oro y derechos en oro	174.917	174.418	174.246	175.373
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	142.404	143.415	142.209	144.627
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	26.266	26.789	27.038	25.615
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	11.875	10.711	10.916	10.740
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	427.001	420.603	431.000	433.514
Operaciones principales de financiación	306.999	300.499	310.997	313.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	120.002	120.002	120.002	120.001
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	102	1	511
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	8.377	9.306	9.108	9.195
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	83.885	83.861	83.067	81.559
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.049	40.049	40.049	40.021
Otros activos	190.624	193.001	194.897	197.671
Total activo	1.105.398	1.102.153	1.112.530	1.118.315

2. Pasivo

	2006 8 Sep	2006 15 Sep	2006 22 Sep	2006 29 Sep
Billetes en circulación	589.247	587.883	585.919	589.235
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	165.145	168.026	167.068	163.211
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	165.127	167.498	167.024	161.959
Facilidad de depósito	14	527	32	1.251
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	4	1	12	1
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	121	121	121	121
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	65.809	58.636	71.011	74.471
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	16.057	15.671	16.865	15.704
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	128	143	121	105
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.681	12.417	12.152	11.570
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.692	5.692	5.692	5.701
Otros pasivos	66.126	67.007	67.023	69.903
Cuentas de revalorización	121.984	121.984	121.984	123.721
Capital y reservas	64.408	64.573	64.574	64.573
Total pasivo	1.105.398	1.102.153	1.112.530	1.118.315

Fuente: BCE.



1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

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 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
12	367.223	377	321.500	2,75	2,75	2,82	7
19	388.712	399	335.000	2,75	2,81	2,82	6
25	359.208	335	338.000	2,75	2,81	2,82	8
2 Ago	357.627	364	324.000	2,75	2,76	2,79	7
9	3 59.131	353	318.000	3,00	3,05	3,06	6
15	367.386	349	311.000	3,00	3,05	3,06	8
23	376.014	388	317.500	3,00	3,05	3,06	7
30	3 23.482	343	310.500	3,00	3,00	3,02	7
6 Sep	350.124	346	307.000	3,00	3,04	3,05	7
13	356.118	369	300.500	3,00	3,04	3,04	7
20	346.764	394	311.000	3,00	3,03	3,04	7
27	313.570	354	313.000	3,00	3,00	3,03	6
3 Oct	342.164	342	312.000	3,00	3,02	3,04	8
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 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
27 Jul	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 Ago	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 Sep	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84

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 7 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1
12 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	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
11 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- 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 I	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8	
2006 Abr	14.649,5	7.740,4	563,8	1.833,0	1.231,5	3.280,7	
May	14.769,0	7.765,7	583,5	1.843,6	1.264,4	3.311,7	
Jun	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3	
Jul	14.797,1	7.787,3	553,4	1.891,9	1.192,2	3.372,4	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 I	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
II	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
2006 11 Jul	165,6	166,3	0,8	0,0	2,81
8 Ago	166,5	167,1	0,6	0,0	2,80
5 Sep	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
10 Oct	166,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez	8	9	10
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 I	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
2006 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
11 Jul	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7
8 Ago	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4
5 Sep	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2

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	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 I	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
2006 Abr	1.468,7	661,0	20,7	0,6	639,7	189,9	168,6	2,3	19,0	-	16,8	358,9	14,7	227,4
May	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
Jun	1.532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
Jul	1.555,1	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	232,0
Ago ^(p)	1.529,5	709,0	20,3	0,6	688,0	204,4	179,0	2,2	23,3	-	16,4	348,9	14,8	236,0
IFM, excluido el Eurosistema														
2004	21.355,4	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.188,1	1.299,9	465,5	1.422,7	72,6	945,5	2.943,4	159,6	1.220,9
2005	23.653,0	13.684,2	826,9	8.287,4	4.569,9	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.007,0	3.671,9	165,7	1.542,6
2006 I	24.358,8	14.024,2	816,3	8.551,5	4.656,4	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.092,3	3.850,0	166,3	1.557,5
2006 Abr	24.698,7	14.222,9	816,8	8.644,1	4.762,1	3.596,4	1.434,6	584,7	1.577,0	82,9	1.151,2	3.889,2	166,5	1.589,7
May	24.907,2	14.363,8	806,2	8.707,9	4.849,7	3.603,9	1.407,5	593,0	1.603,4	85,4	1.157,1	3.921,8	166,8	1.608,3
Jun	24.745,6	14.340,8	809,0	8.786,3	4.745,5	3.593,4	1.407,3	600,7	1.585,4	87,5	1.103,7	3.882,7	167,6	1.569,8
Jul	24.883,6	14.440,5	806,1	8.859,3	4.775,1	3.596,5	1.380,5	612,5	1.603,6	86,5	1.106,7	3.955,7	168,2	1.529,5
Ago ^(p)	24.897,9	14.449,5	800,4	8.874,8	4.774,2	3.580,8	1.357,6	609,5	1.613,7	89,6	1.110,5	3.961,1	168,3	1.538,1

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			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	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 I	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
2006 Abr	1.468,7	586,6	425,9	45,8	17,4	362,6	-	0,1	218,3	28,4	209,4
May	1.472,2	588,8	427,8	34,8	19,4	373,6	-	0,1	217,2	31,2	207,1
Jun	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
Jul	1.555,1	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	212,2
Ago ^(p)	1.529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
IFM, excluido el Eurosistema											
2004	21.355,4	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.203,1	2.815,0	1.675,6
2005	23.653,0	-	12.214,6	149,2	7.214,2	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.052,7
2006 I	24.358,8	-	12.419,7	148,1	7.322,1	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,6	3.733,6	2.158,7
2006 Abr	24.698,7	-	12.615,3	136,8	7.430,5	5.048,0	696,0	4.007,5	1.368,6	3.790,1	2.221,2
May	24.907,2	-	12.708,7	132,4	7.455,3	5.120,9	707,0	4.060,7	1.373,8	3.812,8	2.244,2
Jun	24.745,6	-	12.737,5	138,6	7.515,9	5.083,0	703,3	4.063,0	1.380,2	3.704,0	2.157,6
Jul	24.883,6	-	12.752,2	129,6	7.518,3	5.104,3	713,7	4.097,3	1.399,7	3.777,5	2.143,2
Ago ^(p)	24.897,9	-	12.725,0	121,2	7.521,6	5.082,2	723,6	4.127,0	1.405,6	3.793,6	2.123,1

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	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.892,2	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	708,8	4.008,8	180,4	1.709,9
2006 I	18.475,2	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	780,1	4.199,0	181,0	1.741,7
2006 Abr	18.704,2	9.482,2	837,5	8.644,7	2.190,2	1.603,2	587,0	831,7	4.248,1	181,2	1.770,9
May	18.782,4	9.535,4	826,9	8.708,5	2.174,2	1.578,8	595,4	821,6	4.279,0	181,4	1.790,8
Jun	18.746,1	9.616,3	829,3	8.787,0	2.180,7	1.577,6	603,0	781,7	4.226,4	182,2	1.758,8
Jul	18.850,6	9.686,4	826,5	8.859,9	2.168,7	1.554,1	614,6	787,9	4.308,3	182,9	1.716,5
Ago ^(p)	18.853,7	9.696,2	820,8	8.875,4	2.148,2	1.536,6	611,6	787,0	4.310,0	183,1	1.729,3
Operaciones											
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.606,2	711,2	12,8	698,4	152,4	72,8	79,6	48,5	450,6	1,4	242,1
2006 I	597,8	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	65,0	206,4	-0,2	31,7
2006 Abr	280,9	98,1	0,7	97,4	12,4	0,2	12,2	52,2	89,3	0,2	28,8
May	90,1	57,0	-10,5	67,4	-8,8	-17,6	8,9	-4,8	49,7	0,3	-3,2
Jun	-32,6	81,9	2,4	79,5	10,2	1,7	8,6	-38,9	-52,4	0,8	-34,2
Jul	98,9	71,3	-3,6	74,9	-10,4	-21,3	10,9	2,8	76,5	0,6	-41,8
Ago ^(p)	9,1	12,4	-5,6	18,1	-22,9	-22,2	-0,7	-3,7	9,8	0,1	13,3

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	15.723,6	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.051,6	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.892,2	532,8	173,6	7.228,8	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.258,9	13,6
2006 I	18.475,2	532,3	193,1	7.337,1	603,1	2.402,7	1.255,1	3.763,9	2.365,3	22,5
2006 Abr	18.704,2	540,3	182,6	7.447,9	613,1	2.411,5	1.250,6	3.818,5	2.430,7	8,9
May	18.782,4	543,6	167,2	7.474,8	621,6	2.437,1	1.239,1	3.844,0	2.451,3	3,8
Jun	18.746,1	553,7	207,9	7.537,4	615,8	2.457,6	1.248,0	3.734,6	2.367,2	23,9
Jul	18.850,6	562,7	194,3	7.537,6	627,2	2.471,6	1.278,5	3.808,5	2.355,4	14,9
Ago ^(p)	18.853,7	559,0	184,9	7.536,6	634,0	2.490,2	1.277,1	3.825,3	2.337,9	8,8
Operaciones										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,2	64,4	10,8	501,1	-3,0	213,6	88,2	445,0	337,1	-51,0
2006 I	597,8	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	241,4	87,7	33,6
2006 Abr	280,9	8,1	-10,5	116,0	10,1	18,3	-5,1	95,9	51,9	-3,8
May	90,1	3,3	-15,4	29,2	9,9	34,6	-2,7	31,0	-1,2	1,4
Jun	-32,6	10,1	40,7	61,2	-5,9	10,9	15,7	-120,1	-62,9	17,6
Jul	98,9	9,0	-12,7	1,8	13,2	17,6	21,1	77,3	-19,5	-8,9
Ago ^(p)	9,1	-3,7	-9,4	-0,4	6,7	23,1	-4,6	22,6	-21,2	-4,0

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

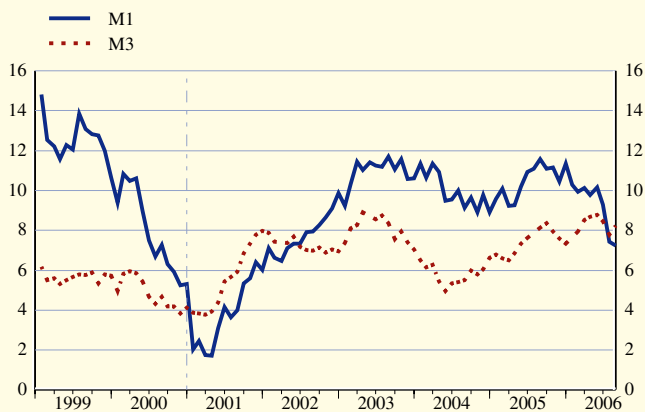
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	964,6	6.533,8	-	4.465,3	2.294,6	8.690,1	7.548,8	385,9
2005	3.423,4	2.651,0	6.074,4	993,7	7.068,1	-	5.005,4	2.468,0	9.548,5	8.281,4	455,7
2006 I	3.496,6	2.723,0	6.219,6	1.007,7	7.227,3	-	5.141,3	2.439,1	9.905,0	8.561,6	442,0
2006 Abr	3.507,6	2.763,2	6.270,8	1.013,6	7.284,5	-	5.168,9	2.430,1	10.030,3	8.643,3	446,4
May	3.549,0	2.744,2	6.293,2	1.035,2	7.328,4	-	5.185,8	2.388,4	10.088,8	8.703,8	460,4
Jun	3.565,4	2.779,8	6.345,1	1.032,3	7.377,4	-	5.226,7	2.395,6	10.137,7	8.757,5	488,4
Jul	3.546,1	2.806,3	6.352,4	1.037,9	7.390,3	-	5.285,7	2.374,1	10.249,3	8.836,3	501,7
Ago ^(p)	3.571,3	2.837,2	6.408,4	1.060,7	7.469,2	-	5.300,7	2.364,8	10.329,2	8.908,6	479,4
Operaciones											
2004	238,6	110,7	349,3	57,7	407,0	-	341,7	54,5	576,4	506,1	166,0
2005	338,6	138,8	477,5	6,5	484,0	-	399,8	90,1	828,4	699,4	7,4
2006 I	74,9	74,5	149,4	29,1	178,5	-	102,5	-13,6	340,5	267,0	-20,6
2006 Abr	12,8	42,6	55,4	5,7	61,1	-	37,9	-3,4	131,7	86,5	3,3
May	42,5	-17,3	25,1	25,4	50,5	-	32,0	-35,0	67,8	64,2	27,2
Jun	16,0	35,0	51,0	-4,3	46,7	-	38,9	10,0	51,7	54,7	38,9
Jul	-19,2	26,6	7,4	12,2	19,6	-	49,8	-20,1	109,4	80,8	4,5
Ago ^(p)	25,0	31,4	56,4	23,1	79,5	-	16,2	-14,0	81,9	74,9	-20,0
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	8,9	4,3	6,7	6,4	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	166,0
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,8	3,9	9,5	9,2	7,4
2006 Mar	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	1,9	11,5	10,9	-7,0
2006 Abr	9,8	8,9	9,3	5,1	8,7	8,7	8,8	1,2	11,8	11,4	-17,4
May	10,2	8,0	9,1	6,7	8,8	8,6	8,9	0,3	11,8	11,4	44,2
Jun	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,1	0,1	11,5	11,0	10,1
Jul	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,2	8,8	-0,9	11,8	11,1	9,6
Ago ^(p)	7,2	9,8	8,4	7,3	8,2	.	8,4	-1,7	11,9	11,3	-5,2

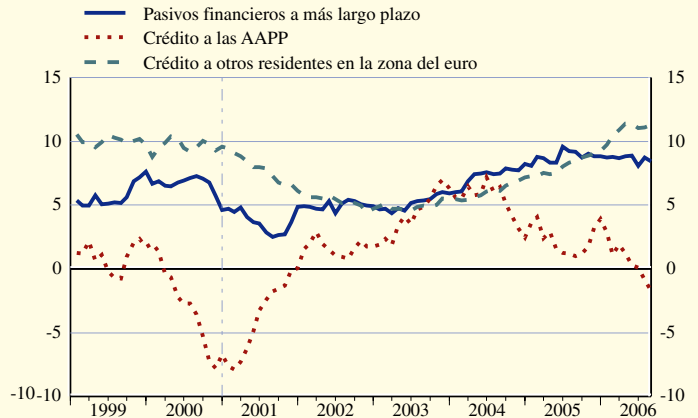
C1 Agregados monetarios

(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

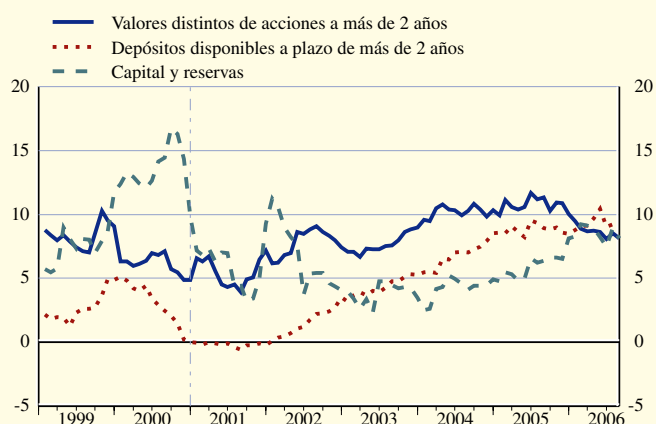
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles 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	242,3	620,0	102,3	1.964,8	90,2	1.359,5	1.050,8
2005	520,4	2.903,0	1.107,9	1.543,1	236,6	630,8	126,2	2.203,9	87,0	1.514,9	1.199,6
2006 I	535,5	2.961,1	1.159,3	1.563,7	240,9	603,5	163,3	2.239,7	88,4	1.559,3	1.253,8
2006 Abr	540,6	2.967,1	1.199,2	1.564,0	243,8	605,6	164,2	2.248,2	89,2	1.575,7	1.255,7
May	544,6	3.004,3	1.174,6	1.569,6	248,0	613,3	174,0	2.258,7	90,7	1.590,4	1.245,9
Jun	547,8	3.017,6	1.216,0	1.563,8	249,1	618,3	164,9	2.289,6	92,1	1.600,6	1.244,4
Jul	552,3	2.993,8	1.243,1	1.563,2	252,5	623,2	162,2	2.304,3	93,7	1.610,8	1.276,9
Ago ^(p)	558,7	3.012,6	1.270,5	1.566,7	255,3	625,5	179,9	2.313,1	95,7	1.616,4	1.275,5
Operaciones											
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,5	21,9	11,3	185,9	-0,9	107,1	49,6
2005	64,0	274,7	69,3	69,5	-6,7	-3,2	16,4	199,2	-4,3	116,9	88,0
2006 I	15,2	59,8	53,8	20,7	4,3	-5,6	30,3	39,7	1,4	34,9	26,6
2006 Abr	5,0	7,8	42,1	0,5	3,0	2,2	0,5	18,4	0,8	17,4	1,3
May	4,1	38,4	-23,0	5,7	3,4	9,1	12,8	16,5	1,5	14,9	-1,0
Jun	3,1	12,9	40,9	-5,9	1,1	4,9	-10,3	22,5	1,4	9,7	5,3
Jul	4,5	-23,8	27,2	-0,6	4,8	6,7	0,7	14,9	1,6	10,3	23,1
Ago ^(p)	6,4	18,7	27,9	3,5	2,8	2,2	18,0	13,0	2,0	5,7	-4,5
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,3	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	4,9
2005 Dic	14,0	10,9	6,6	4,4	-2,8	-0,5	15,7	10,0	-4,7	8,5	8,1
2006 Mar	12,4	9,8	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,8	8,7	-3,2	9,1	9,1
2006 Abr	12,2	9,4	16,0	3,9	10,4	-1,1	26,6	8,7	-2,4	9,7	8,9
May	11,9	9,9	14,6	3,6	6,8	-0,7	45,6	8,6	-0,5	10,5	8,2
Jun	11,1	9,0	17,3	3,0	2,8	0,6	30,3	8,1	1,6	9,0	7,5
Jul	11,5	6,7	19,0	2,5	4,7	0,7	30,1	8,5	4,0	9,2	9,0
Ago ^(p)	11,4	6,5	21,0	2,2	5,2	1,1	42,3	8,1	7,1	9,3	8,1

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⁾

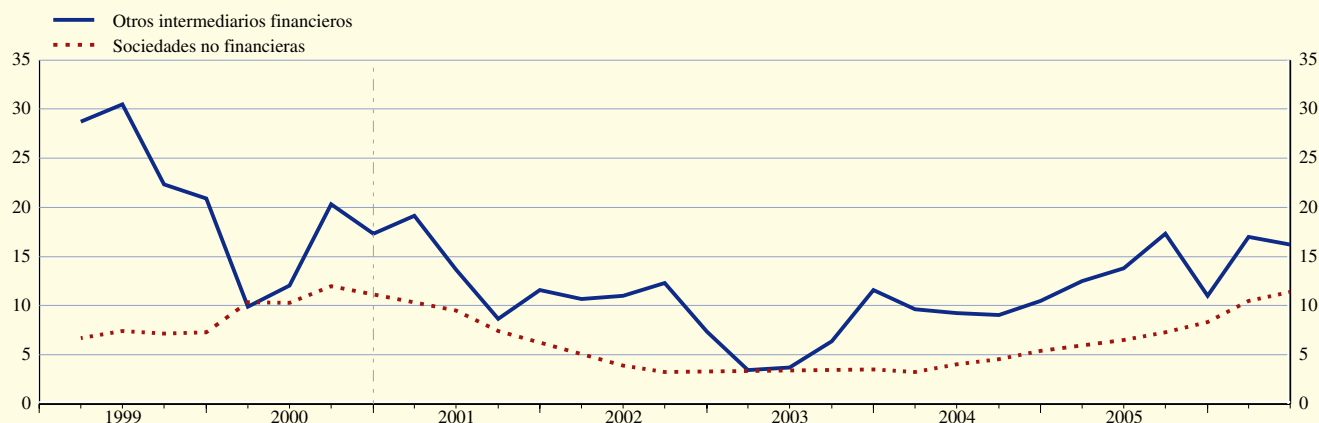
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ³⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 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	1.037,8	594,0	1.777,2
2006 I	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,9	626,7	1.837,5
2006 Abr	88,1	62,9	677,2	428,5	3.567,8	1.080,6	634,3	1.852,9
May	86,9	61,7	682,5	433,9	3.595,4	1.078,1	644,4	1.873,0
Jun	84,6	59,3	673,7	420,0	3.642,5	1.099,2	653,3	1.890,0
Jul	89,8	64,0	667,0	407,9	3.686,4	1.110,9	670,2	1.905,3
Ago ^(p)	86,4	60,8	678,9	416,0	3.680,2	1.085,1	672,8	1.922,3
Operaciones								
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	57,0	54,3	151,5
2006 I	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	26,9	35,8	46,1
2006 Abr	6,2	5,9	17,0	17,7	45,4	20,5	8,6	16,2
May	-1,1	-1,2	5,8	5,5	30,2	-1,6	10,9	20,9
Jun	-2,3	-2,4	-9,1	-14,1	47,7	21,1	9,2	17,4
Jul	5,2	4,7	-4,8	-9,5	42,5	12,0	16,0	14,5
Ago ^(p)	-3,4	-3,1	12,0	8,2	-4,7	-25,6	3,4	17,5
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 Mar	40,3	44,1	17,0	16,8	10,5	7,7	14,9	10,6
2006 Abr	47,6	54,5	20,7	24,0	10,9	8,8	15,1	10,8
May	39,8	44,2	19,8	23,1	11,3	8,6	16,2	11,2
Jun	32,4	35,6	16,2	16,7	11,4	8,1	17,8	11,3
Jul	40,7	48,4	15,6	16,6	11,8	9,3	18,8	11,0
Ago ^(p)	33,8	42,9	19,3	22,0	12,0	9,1	19,9	11,2

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⁾

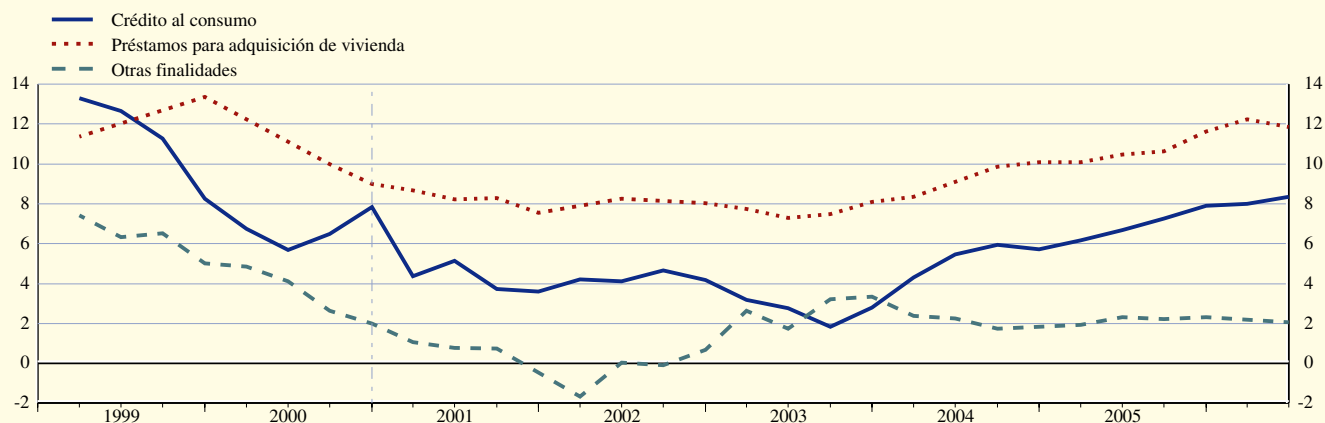
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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 I	4.282,5	557,1	126,2	200,9	230,0	3.006,3	15,1	67,9	2.923,3	719,1	146,4	98,1	474,5
2006 Abr	4.311,0	561,5	127,0	202,5	232,0	3.029,5	15,0	67,7	2.946,8	720,0	146,0	97,7	476,3
May	4.343,0	568,9	129,1	204,8	235,0	3.053,2	15,1	68,5	2.969,7	720,9	144,6	97,6	478,7
Jun	4.385,6	575,7	129,8	207,1	238,7	3.081,6	15,5	69,1	2.997,0	728,3	150,7	97,6	480,0
Jul	4.416,1	579,3	130,5	207,7	241,1	3.110,6	15,5	69,5	3.025,6	726,2	146,9	97,7	481,6
Ago ^(p)	4.429,3	579,8	129,4	207,2	243,1	3.124,8	15,5	69,5	3.039,8	724,7	145,5	97,8	481,5
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 I	78,3	5,2	-2,2	1,2	6,2	71,8	0,0	0,4	71,4	1,2	-0,2	0,4	1,1
2006 Abr	29,0	4,6	0,8	1,3	2,4	23,4	-0,2	0,0	23,6	1,0	-0,3	-0,5	1,8
May	32,6	7,5	2,1	2,3	3,0	23,6	0,0	0,4	23,1	1,5	-1,4	0,4	2,5
Jun	43,2	6,8	0,8	2,2	3,7	28,5	0,4	0,6	27,5	7,9	6,1	0,1	1,6
Jul	32,0	4,1	0,8	0,7	2,7	29,4	0,0	0,4	29,0	-1,5	-3,8	0,2	2,1
Ago ^(p)	14,1	0,4	-0,8	-0,5	1,7	14,3	0,0	0,0	14,3	-0,6	-1,4	0,2	0,7
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 Mar	9,8	8,0	6,0	5,8	11,1	12,2	7,3	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
2006 Abr	9,8	8,0	6,9	5,6	10,8	12,2	6,0	7,2	12,3	2,2	2,7	1,4	2,3
May	9,8	8,4	7,4	5,7	11,5	12,1	6,5	7,5	12,2	2,0	1,7	1,0	2,3
Jun	9,6	8,3	5,6	5,6	12,5	11,8	5,6	6,7	12,0	2,1	0,8	1,7	2,5
Jul	9,4	8,6	7,8	4,9	12,5	11,4	5,3	6,5	11,6	2,3	1,4	1,6	2,7
Ago ^(p)	9,2	8,3	6,2	4,8	12,6	11,1	6,8	6,0	11,2	2,2	1,4	1,7	2,6

C6 Préstamos a hogares

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

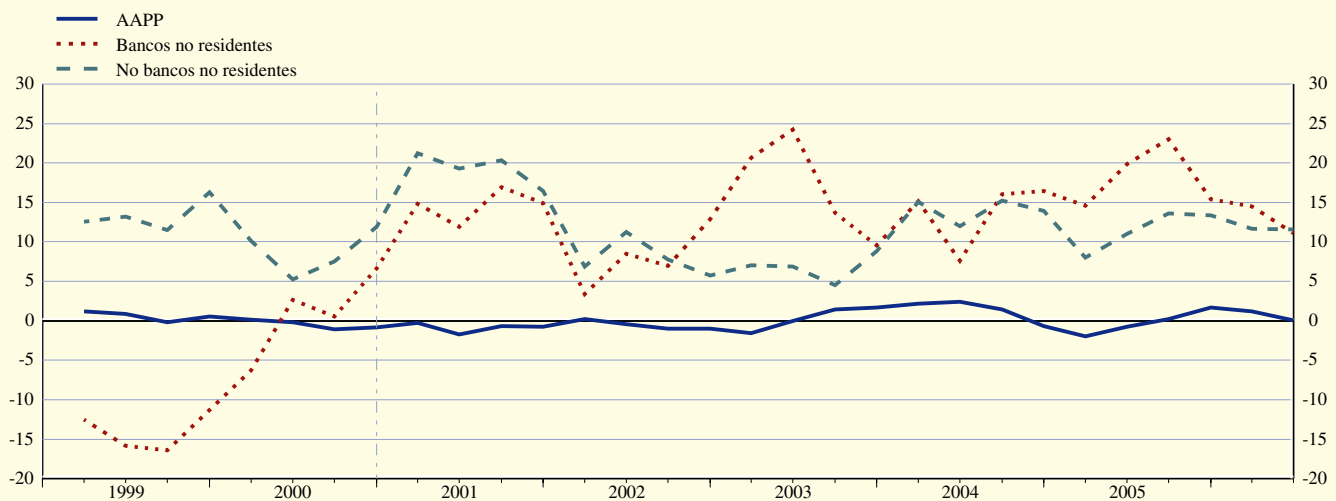
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.483,6	1.722,0	761,6	66,0	695,6
2006 I	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.593,1	1.821,5	771,7	62,9	708,8
II ^(p)	809,0	107,1	234,5	438,2	29,2	2.619,8	1.849,3	770,5	62,9	707,7
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,7	209,3	87,6	4,7	82,9
2006 I	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II ^(p)	-7,1	-11,2	-6,4	10,5	0,1	57,4	43,4	14,0	0,0	14,0
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,4	13,4	7,7	14,0
2006 Mar	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,6	14,5	11,7	1,7	12,7
Jun ^(p)	0,0	-13,5	-6,3	7,9	2,4	11,3	11,1	11,6	1,5	12,5

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⁾

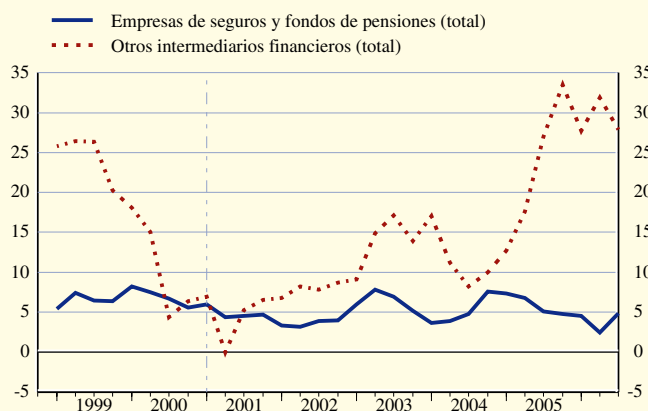
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 I	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
2006 Abr	628,3	67,9	50,4	479,5	1,1	1,4	28,0	1.036,9	275,4	221,3	387,2	10,5	0,1	142,5
May	621,1	66,2	45,9	481,1	1,1	1,4	25,6	1.036,8	273,6	206,7	397,4	11,7	0,2	147,2
Jun	625,4	68,3	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.051,1	279,6	213,3	407,0	10,8	0,2	140,2
Jul	633,1	65,4	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1.037,5	263,5	213,0	415,4	9,9	0,2	135,4
Ago ⁴⁾	636,6	61,6	52,0	491,9	1,0	1,4	28,7	1.037,8	257,6	215,1	416,1	9,4	0,2	139,4
Operaciones														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	181,4	40,1	37,3	102,2	1,5	0,0	0,4
2006 I	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
2006 Abr	15,5	2,3	0,1	4,8	0,0	0,0	8,3	50,0	4,6	26,9	11,6	-0,5	0,0	7,3
May	-7,0	-1,6	-4,5	1,5	0,0	0,0	-2,5	-0,7	-1,4	-14,9	10,3	1,2	0,1	4,0
Jun	4,2	2,1	2,0	3,6	0,0	0,0	-3,4	13,9	5,8	6,5	9,3	-0,8	0,0	-7,0
Jul	7,7	-3,0	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-12,2	-16,0	-0,3	8,5	-1,0	0,0	-3,4
Ago ⁴⁾	3,5	-3,7	0,1	3,3	0,0	0,0	3,8	0,1	-6,4	2,1	0,8	-0,4	0,0	4,1
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	30,3	67,6	-	17,1
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,8	22,2	25,0	50,6	14,3	-	0,4
2006 Mar	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,9	20,7	41,8	53,2	6,1	-	4,7
2006 Abr	4,0	1,8	-1,9	3,6	12,5	0,7	32,8	36,3	25,0	50,6	53,8	-10,8	-	11,6
May	3,0	0,3	-9,7	4,1	-9,7	1,1	17,4	31,9	20,3	40,1	55,0	4,3	-	4,5
Jun	4,9	11,4	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,9	18,8	43,5	43,4	-1,8	-	-1,8
Jul	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	37,1	43,2	-14,4	-	-3,5
Ago ⁴⁾	5,2	4,0	1,3	5,5	-8,2	-3,5	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5

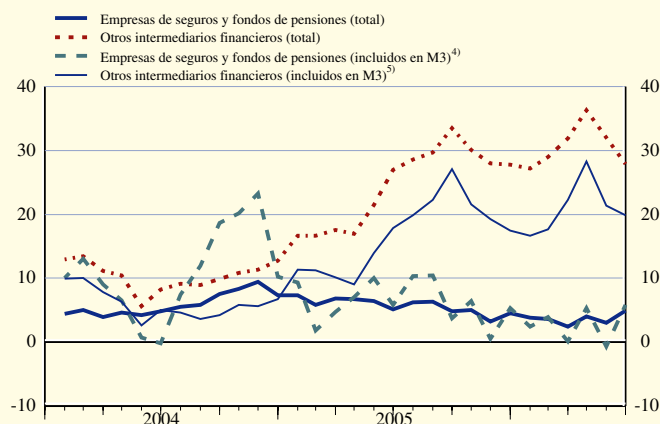
C8 Depósitos totales por sector

(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⁾

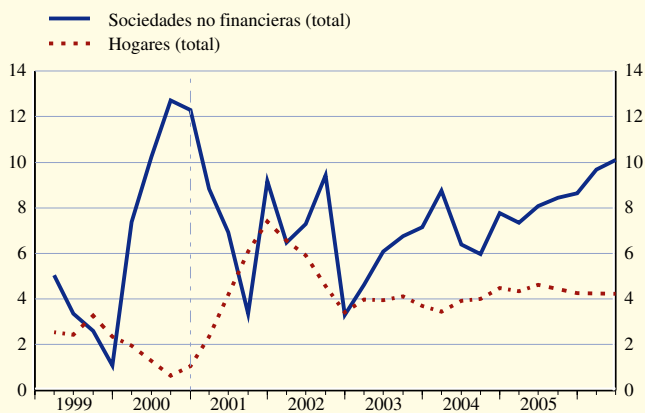
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 I	1.199,7	745,5	313,0	71,9	46,4	1,2	21,6	4.356,2	1.673,8	549,3	623,2	1.368,4	86,3	55,1
2006 Abr	1.212,0	751,3	319,8	72,5	45,6	1,3	21,4	4.385,2	1.703,9	552,7	620,7	1.367,2	86,5	54,1
May	1.230,2	772,4	314,2	72,7	45,3	1,4	24,3	4.390,6	1.702,1	560,5	618,6	1.365,1	87,7	56,6
Jun	1.237,0	783,4	313,5	73,0	43,5	1,2	22,4	4.423,2	1.725,6	569,3	616,3	1.364,5	89,0	58,5
Jul	1.231,1	775,2	316,2	72,3	42,7	1,3	23,5	4.435,2	1.718,5	587,3	613,7	1.362,6	90,1	63,0
Ago ^(p)	1.242,1	770,0	330,8	71,4	42,9	1,3	25,7	4.422,1	1.686,9	602,8	612,9	1.360,9	91,7	66,9
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 I	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,0	13,8	1,8	2,3
2006 Abr	14,2	6,6	7,7	0,8	-0,8	0,1	-0,2	30,0	30,3	4,0	-2,5	-1,1	0,2	-1,0
May	20,2	21,6	-4,3	0,3	-0,3	0,0	2,9	6,1	-1,6	8,2	-2,1	-2,1	1,2	2,5
Jun	6,1	10,9	-0,9	0,0	-1,9	-0,1	-1,9	32,5	23,4	8,7	-2,3	-0,6	1,3	1,9
Jul	-5,8	-8,2	2,8	-0,7	-0,8	0,0	1,1	12,1	-7,0	18,0	-2,6	-1,9	1,1	4,5
Ago ^(p)	11,4	-5,0	14,8	-0,8	0,3	0,0	2,2	-12,8	-31,6	15,8	-0,8	-1,6	1,6	3,9
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 Mar	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
2006 Abr	10,4	10,2	12,4	12,4	10,4	-20,0	-9,9	4,2	7,4	7,1	-2,2	2,9	-1,9	6,6
May	11,5	11,4	12,1	13,1	8,0	-20,7	10,9	4,2	6,9	9,0	-2,0	2,4	-0,1	8,7
Jun	10,1	8,9	15,5	8,1	4,4	-19,5	2,8	4,2	6,0	11,5	-2,4	2,2	2,0	14,9
Jul	9,4	8,1	14,5	8,6	1,1	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,7	1,8	4,3	17,5
Ago ^(p)	9,9	7,9	16,3	7,5	2,7	1,9	13,6	4,4	4,8	17,0	-2,9	1,4	7,3	22,9

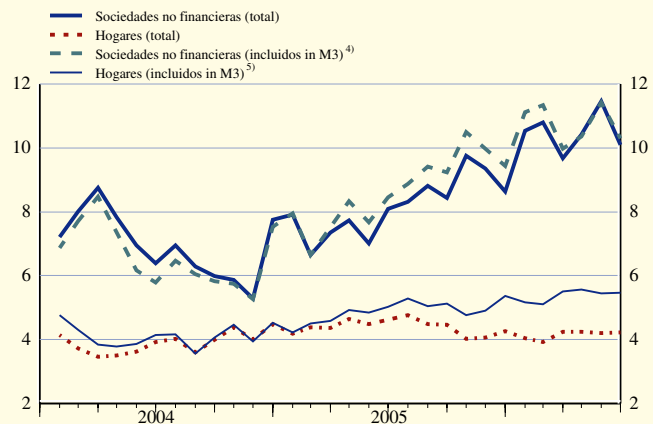
C10 Depósitos totales por sector

(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⁾

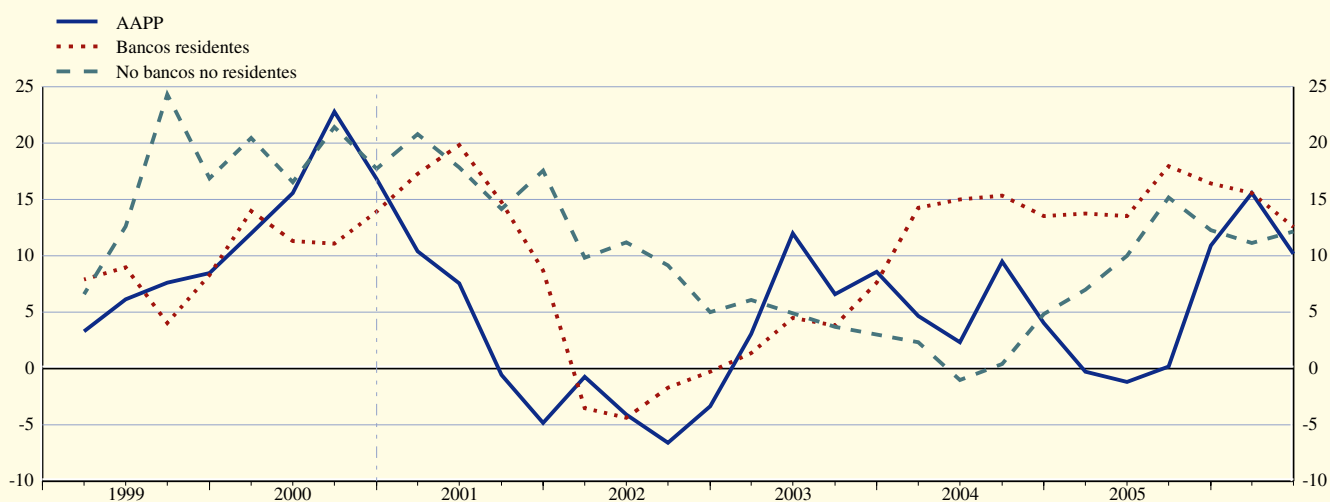
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 I	312,1	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,8	2.410,3	831,5	128,2	703,3
II ^(p)	317,8	138,6	39,6	82,5	57,0	3.205,4	2.379,8	825,6	127,7	698,0
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	378,1	292,8	85,3	22,4	63,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	211,3	171,8	39,5	2,4	37,1
II ^(p)	5,7	-9,5	1,6	5,5	8,1	-4,7	-11,3	6,7	-0,5	7,2
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,3	16,4	12,3	21,6	10,6
2006 Mar	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,4	15,6	11,1	21,6	9,3
Jun ^(p)	10,2	2,4	13,1	18,6	17,8	12,5	12,6	12,2	7,7	13,0

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.

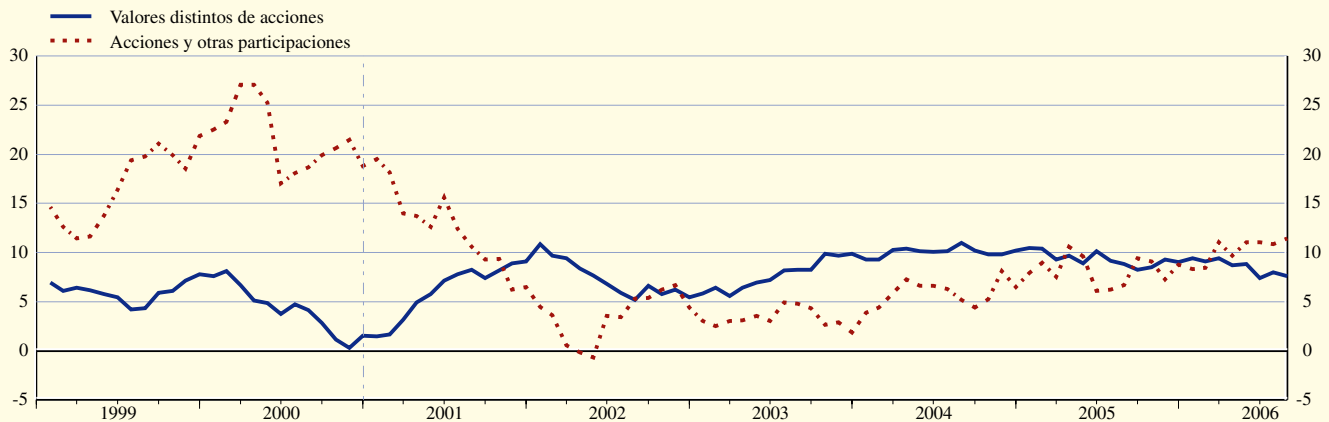
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(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	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.436,2	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	937,7	1.256,4	308,5	698,4	249,4
2006 I	4.568,5	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	983,6	1.364,4	323,6	768,7	272,1
2006 Abr	4.583,1	1.506,1	70,9	1.418,0	16,6	555,1	29,6	986,7	1.421,5	331,9	819,3	270,3
May	4.598,8	1.535,0	68,4	1.391,1	16,4	564,4	28,7	994,9	1.425,6	347,5	809,6	268,5
Jun	4.591,0	1.519,7	65,7	1.390,1	17,2	573,3	27,4	997,6	1.367,6	334,0	769,8	263,9
Jul	4.623,8	1.534,0	69,6	1.363,3	17,1	584,2	28,3	1.027,3	1.371,7	330,8	775,9	265,0
Ago ^(p)	4.618,6	1.545,5	68,2	1.340,3	17,3	580,6	28,9	1.037,8	1.381,7	335,5	775,0	271,2
Operaciones												
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	358,1	85,7	2,0	48,9	-0,9	71,6	7,6	143,2	101,3	26,9	48,7	25,8
2006 I	171,9	59,1	3,6	23,5	0,2	22,2	3,4	59,9	91,1	10,7	64,3	16,1
2006 Abr	35,7	5,1	2,7	-1,7	0,3	10,5	1,6	17,1	57,8	8,2	51,2	-1,6
May	25,1	25,9	-1,9	-20,2	0,0	9,4	-0,5	12,4	12,2	16,6	-4,8	0,4
Jun	-7,1	-15,7	-3,0	1,3	0,7	9,9	-1,3	1,1	-56,2	-11,9	-38,9	-5,4
Jul	34,4	13,3	3,8	-24,0	-0,1	10,3	0,8	30,2	-1,7	-3,8	2,8	-0,8
Ago ^(p)	-8,1	10,6	-1,3	-27,1	0,2	-1,4	0,7	10,2	5,5	4,3	-3,6	4,8
Tasas de crecimiento												
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	3,9	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,7	9,5	7,3	11,9
2006 Mar	9,4	8,3	1,2	1,3	-0,4	16,4	67,6	20,9	11,1	10,0	14,2	3,7
2006 Abr	8,7	6,9	8,7	0,5	-9,8	16,6	64,6	20,2	9,7	6,9	12,1	6,0
May	8,9	8,9	5,1	-0,4	-7,8	17,3	52,9	18,8	11,0	11,1	12,0	8,2
Jun	7,4	5,9	0,8	-1,0	12,3	17,5	51,3	17,3	11,0	12,4	11,3	8,5
Jul	8,0	6,2	6,6	-2,6	8,8	20,1	47,9	20,4	10,8	10,1	12,7	6,3
Ago ^(p)	7,6	7,1	4,4	-3,9	9,3	20,4	46,1	18,9	11,5	12,2	12,2	8,3

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 I	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
2006 Abr	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
May	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
Jun	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,2	-0,3
Jul	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
Ago ^(p)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-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 I	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
2006 Abr	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
May	-1,1	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0
Jun	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
Jul	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Ago ^(p)	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 I	-5,1	-1,1	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	0,0	1,2	17,1	3,9	6,8	6,3
2006 Abr	-8,3	-0,4	-0,1	-4,1	-0,1	-0,3	-0,1	-3,2	-0,7	0,0	-0,6	-0,2
May	-1,3	0,3	-0,1	1,9	0,0	0,0	-0,1	-3,4	-10,2	-1,0	-5,0	-4,2
Jun	-3,2	0,3	0,1	-2,2	0,1	-1,0	0,0	-0,5	-1,4	-1,3	-0,9	0,8
Jul	5,1	0,1	0,0	2,7	0,0	1,3	0,0	0,9	5,1	0,6	2,6	1,9
Ago ^(p)	4,0	0,8	0,0	1,8	0,0	0,1	0,0	1,4	4,5	0,7	2,4	1,5

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														
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	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 I	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.470,2	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
II ^(p)	5.083,0	90,2	9,8	5,7	0,4	1,5	1,5	7.654,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
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	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 I	2.410,3	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
II ^(p)	2.379,8	47,6	52,4	33,8	2,8	2,6	10,0	825,6	53,0	47,0	30,8	1,5	2,2	9,1

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	
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 I	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
II ^(p)	4.276,1	81,3	18,7	9,3	1,8	2,0	3,3

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.

2.8 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														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,9	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 I	4.656,4	-	-	-	-	-	9.367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
II ^(p)	4.745,5	-	-	-	-	-	9.595,3	96,4	3,6	1,6	0,2	1,2	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
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	1.722,0	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	1.821,5	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	771,7	39,0	61,0	44,0	1,7	3,9	7,8
II ^(p)	1.849,3	49,7	50,3	29,3	3,7	2,4	10,0	770,5	40,4	59,6	42,9	1,1	4,1	7,6

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														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 I	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
II ^(p)	1.585,4	95,9	4,1	1,9	0,3	0,4	1,3	2.008,0	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,0	49,3	50,7	29,9	0,8	0,6	15,8	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 I	423,9	50,8	49,2	28,5	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
II ^(p)	441,3	52,0	48,0	28,0	0,9	0,5	15,3	556,3	37,9	62,1	34,3	6,4	0,7	15,2

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.

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2004 IV	3.830,1	260,8	1.622,8	78,5	1.544,2	1.246,3	346,2	158,5	195,5
2005 I	4.058,5	288,2	1.692,1	79,3	1.612,8	1.320,2	376,0	163,1	218,8
II	4.313,6	296,4	1.783,0	91,5	1.691,5	1.399,9	417,5	167,6	249,2
III	4.631,3	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,2
IV	4.788,9	291,0	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,5
2006 I ^(p)	5.190,4	315,0	1.904,6	139,2	1.765,4	1.894,1	567,7	177,4	331,7

2. Pasivo

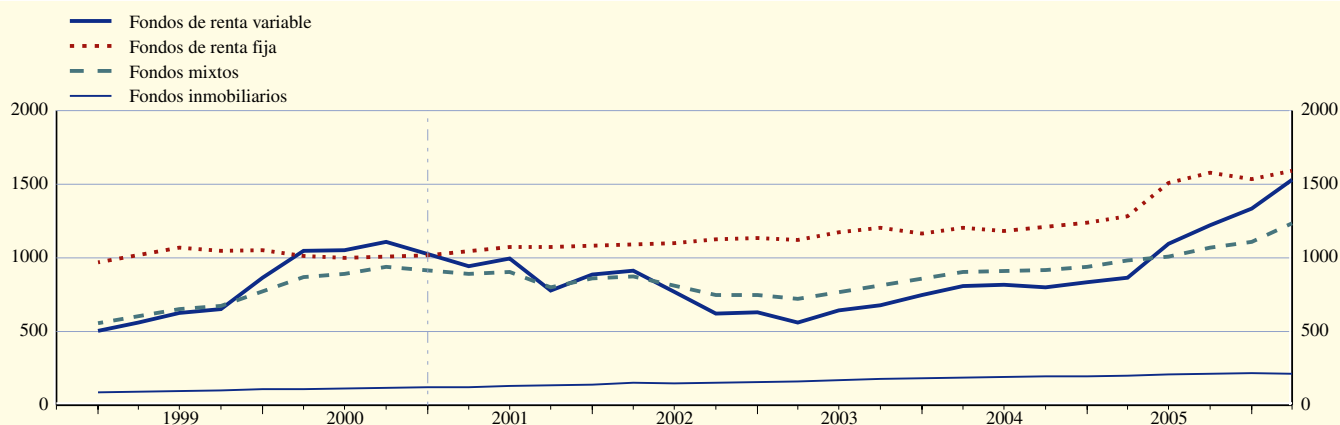
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2004 IV	3.830,1	53,1	3.618,9	158,1
2005 I	4.058,5	61,7	3.798,0	198,8
II	4.313,6	58,7	4.034,4	220,4
III	4.631,3	60,5	4.351,7	219,1
IV	4.788,9	61,6	4.516,9	210,5
2006 I ^(p)	5.190,4	73,1	4.863,7	253,7

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2004 IV	3.830,1	836,8	1.238,7	941,4	196,8	616,5	2.851,0	979,1
2005 I	4.058,5	864,6	1.285,8	984,4	201,1	722,6	3.041,4	1.017,0
II	4.313,6	1.097,2	1.510,2	1.011,1	207,1	488,0	3.245,7	1.067,9
III	4.631,3	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,3	3.507,6	1.123,8
IV	4.788,9	1.335,8	1.538,0	1.109,2	215,8	590,1	3.658,8	1.130,1
2006 I ^(p)	5.190,4	1.530,2	1.592,5	1.237,5	213,4	616,8	3.995,4	1.195,0

C14 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2004 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	1.335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1.145,4	60,3	-	33,5
2006 I ^(p)	1.530,2	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
Fondos de renta fija									
2004 IV	1.238,7	84,1	1.020,9	43,6	977,3	39,9	29,4	-	64,3
2005 I	1.285,8	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
II	1.510,2	110,5	1.229,5	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	1.538,0	100,0	1.251,7	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 I ^(p)	1.592,5	108,9	1.286,2	82,6	1.203,6	41,1	49,3	-	107,0
Fondos mixtos									
2004 IV	941,4	55,2	375,4	21,8	353,6	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	170,2	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	1.109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 I ^(p)	1.237,5	68,0	464,8	38,1	426,7	349,2	238,4	0,1	117,0
Fondos inmobiliarios									
2004 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	7,6	167,1	9,0
III	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
IV	215,8	14,2	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 I ^(p)	213,4	14,4	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,6	10,1

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 IV	2.851,0	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	3.245,7	247,7	1.207,1	1.125,1	313,7	144,8	207,3
III	3.507,6	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,4
IV	3.658,8	242,4	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,8
2006 I ^(p)	3.995,4	262,6	1.334,8	1.549,5	427,5	150,3	270,7
Fondos de inversores especiales							
2004 IV	979,1	42,9	545,4	246,7	85,3	21,0	37,9
2005 I	1.017,0	46,6	557,7	261,9	90,3	22,0	38,6
II	1.067,9	48,7	575,9	274,8	103,9	22,8	41,9
III	1.123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
IV	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 I ^(p)	1.195,0	52,4	569,8	344,6	140,2	27,1	61,0

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								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 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	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2004 IV	16.671,1	6.346,6	412,2	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	337,0	336,1
2005 I	16.942,1	6.358,0	409,6	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	328,2	371,9
II	17.391,6	6.528,6	431,8	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	336,1	369,0
III	17.731,1	6.528,9	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	341,5	396,6
IV	18.163,8	6.730,1	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,0	1.489,0	80,3	173,6	358,8	369,2
2006 I	18.648,2	6.751,9	459,7	5.733,8	2.517,7	1.628,9	1.506,3	80,9	193,1	365,3	377,7
Operaciones											
2004 IV	162,6	160,1	28,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	14,4	-16,3
2005 I	148,8	16,3	-2,6	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-2,1	26,7
II	303,0	166,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	10,4	-9,5
III	95,1	3,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	8,1	14,2
IV	296,2	207,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	19,6	-6,7
2006 I	149,6	27,2	-5,8	4,2	-40,5	26,7	17,4	0,6	19,6	9,3	9,0
Tasas de crecimiento											
2004 IV	4,8	6,1	17,2	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	11,6	3,8
2005 I	4,7	5,9	16,5	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	9,5	5,1
II	4,5	6,0	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	11,3	3,5
III	4,3	5,6	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	9,6	4,3
IV	5,1	6,2	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	10,7	7,4
2006 I	5,0	6,4	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	14,4	1,9
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	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Saldos vivos											
2004 IV	1.967,2	230,1	1.737,1	4.161,0	2.182,6	1.978,4	405,0	4.196,3	3.814,4	381,9	
2005 I	1.952,8	226,7	1.726,1	4.322,0	2.290,0	2.032,0	411,1	4.309,3	3.918,8	390,5	
II	1.994,7	234,3	1.760,4	4.452,0	2.363,3	2.088,6	408,3	4.416,3	4.022,8	393,6	
III	1.980,7	229,0	1.751,6	4.709,7	2.540,4	2.169,3	409,2	4.511,9	4.114,1	397,8	
IV	1.971,2	212,7	1.758,5	4.840,0	2.662,7	2.177,3	399,2	4.622,4	4.222,2	400,3	
2006 I	2.032,7	250,1	1.782,7	5.123,8	2.908,4	2.215,4	381,0	4.739,8	4.333,1	406,7	
Operaciones											
2004 IV	-0,3	3,6	-3,9	-60,2	-49,0	-11,2	-16,4	63,0	59,9	3,1	
2005 I	21,1	-3,0	24,1	36,4	1,8	34,6	6,3	75,1	66,5	8,6	
II	27,5	8,7	18,8	36,3	19,9	16,4	-1,1	72,5	69,3	3,2	
III	-7,8	0,7	-8,5	25,9	-7,7	33,6	3,0	73,5	69,4	4,1	
IV	8,3	-17,1	25,4	5,5	6,9	-1,3	-8,7	75,3	72,9	2,4	
2006 I	64,5	36,9	27,7	-36,4	-50,3	13,9	4,8	94,2	87,3	6,9	
Tasas de crecimiento											
2004 IV	3,9	36,4	0,8	1,5	1,3	1,7	-1,6	6,7	6,8	5,8	
2005 I	4,0	17,8	2,6	1,5	1,1	1,9	-3,3	6,5	6,6	5,4	
II	3,2	8,6	2,6	0,7	-0,9	2,4	-3,4	6,7	6,9	5,0	
III	2,0	4,7	1,7	1,0	-1,7	3,7	-2,0	6,9	7,1	5,0	
IV	2,5	-4,6	3,4	2,5	1,0	4,2	-0,1	7,1	7,3	4,8	
2006 I	4,7	12,9	3,7	0,7	-1,4	3,1	-0,5	7,3	7,6	4,3	

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 período; operaciones realizadas en el período)

	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 IV	17.876,7	8.935,5	7.794,7	929,7	80,8	848,9	3.780,5	1.191,4	2.589,1	4.225,3	292,4	3.932,9	435,0
2005 I	18.241,5	9.023,3	7.877,9	924,3	77,4	846,9	3.811,0	1.190,4	2.620,6	4.287,9	292,1	3.995,8	451,3
II	18.792,7	9.240,4	8.110,3	925,7	82,2	843,5	3.907,2	1.239,2	2.668,0	4.407,4	302,7	4.104,7	518,3
III	19.255,7	9.365,9	8.240,1	929,9	87,5	842,4	3.938,2	1.221,8	2.716,4	4.497,7	300,2	4.197,5	527,8
IV	19.520,9	9.590,3	8.450,6	936,8	79,8	857,1	4.039,9	1.262,2	2.777,8	4.613,5	306,6	4.306,9	586,0
2006 I	20.163,4	9.829,6	8.645,3	932,5	86,7	845,8	4.180,9	1.286,5	2.894,4	4.716,2	302,7	4.413,5	654,2
Operaciones													
2004 IV	107,7	145,0	139,7	1,9	-9,2	11,1	55,6	23,1	32,4	87,5	5,8	81,7	1,7
2005 I	237,8	102,2	87,2	-6,2	-3,4	-2,8	43,4	5,8	37,6	65,0	0,7	64,3	7,6
II	337,4	200,7	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,8	39,3	45,5	115,1	10,4	104,6	60,9
III	212,6	130,5	133,4	4,4	5,3	-0,9	33,6	-16,6	50,2	92,4	-2,5	94,9	23,4
IV	285,7	269,0	227,0	14,4	-7,5	21,9	132,0	46,1	85,9	122,7	6,6	116,0	53,9
2006 I	299,9	203,5	176,8	-5,1	6,9	-12,0	119,8	21,7	98,1	88,8	-2,3	91,1	50,6
Tasas de crecimiento													
2004 IV	4,3	5,0	5,9	-0,9	-1,7	-0,8	3,3	2,0	4,0	8,1	1,9	8,6	2,3
2005 I	4,5	5,6	6,0	-2,0	-10,1	-1,1	4,8	3,1	5,5	8,2	3,9	8,5	1,7
II	4,8	6,1	6,6	-0,9	-10,1	0,1	5,1	4,8	5,3	8,6	4,9	8,9	16,7
III	5,1	6,6	7,1	0,1	-2,8	0,4	5,8	4,4	6,5	8,7	5,0	9,0	21,9
IV	6,0	7,9	8,2	1,4	-0,9	1,7	7,8	6,3	8,5	9,4	5,2	9,7	33,5
2006 I	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,8	4,2	10,2	41,8

	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 IV	5.371,4	4.718,9	590,8	4.128,0	652,5	221,3	431,1	2.980,4	288,5	300,9
2005 I	5.496,8	4.835,2	601,3	4.233,8	661,7	235,5	426,2	3.138,6	279,1	303,7
II	5.708,2	5.031,5	622,8	4.408,7	676,7	240,7	436,0	3.243,6	293,6	307,0
III	5.703,1	5.025,5	610,6	4.414,9	677,6	237,2	440,4	3.580,2	296,1	310,5
IV	5.629,7	4.960,4	586,5	4.373,9	669,3	235,6	433,7	3.675,5	311,7	313,7
2006 I	5.614,3	4.941,1	595,9	4.345,1	673,3	246,9	426,4	4.082,8	319,6	317,1
Operaciones										
2004 IV	-50,9	-41,6	-25,1	-16,5	-9,3	-7,3	-1,9	2,7	7,0	4,0
2005 I	137,4	123,6	9,1	114,5	13,8	15,4	-1,6	4,7	-9,3	2,8
II	117,4	111,1	22,7	88,4	6,3	5,0	1,3	1,4	14,5	3,3
III	-3,2	-3,1	-12,1	9,0	-0,1	-3,6	3,4	79,3	2,6	3,4
IV	-21,4	-18,5	-24,0	5,5	-2,9	-4,4	1,5	20,5	14,4	3,2
2006 I	87,7	79,3	9,7	69,6	8,4	11,3	-2,9	-2,5	7,9	3,4
Tasas de crecimiento										
2004 IV	4,9	5,2	6,2	5,1	2,3	8,4	-0,6	0,5	8,4	4,6
2005 I	4,8	4,8	1,0	5,3	5,5	8,4	4,0	0,5	4,6	4,5
II	4,8	5,0	1,2	5,6	3,0	4,3	2,3	0,5	7,1	4,5
III	3,7	4,0	-0,9	4,8	1,6	4,2	0,3	3,2	5,3	4,5
IV	4,3	4,5	-0,7	5,3	2,6	5,6	1,1	3,6	7,7	4,2
2006 I	3,3	3,5	-0,6	4,1	1,8	3,5	0,8	3,1	14,1	4,4

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 IV	4.239,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	357,0	62,6	294,4	1.731,1	84,0	1.647,1
2005 I	4.361,1	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	356,6	63,1	293,5	1.774,7	83,4	1.691,3
II	4.497,5	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	352,6	64,7	287,9	1.840,3	83,8	1.756,5
III	4.673,2	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	359,6	70,6	289,1	1.889,0	81,9	1.807,2
IV	4.765,8	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	363,3	76,6	286,7	1.918,9	85,7	1.833,2
2006 I	4.935,2	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	377,1	81,0	296,0	1.941,2	89,5	1.851,7
	Operaciones											
2004 IV	59,3	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-8,3	-0,6	-7,8	49,6	4,1	45,5
2005 I	89,0	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-2,3	0,9	-3,2	50,1	-0,5	50,6
II	60,7	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,2	1,6	-5,8	36,2	-0,6	36,8
III	85,5	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,4	1,3	1,1	38,8	-2,0	40,8
IV	77,0	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,7	5,5	-3,8	46,3	3,0	43,4
2006 I	88,4	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	5,7	4,4	1,3	43,3	3,9	39,4
	Tasas de crecimiento											
2004 IV	6,2	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-0,7	2,4	-1,4	10,2	13,8	10,1
2005 I	5,9	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-3,5	1,4	-4,5	9,9	8,4	9,9
II	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-4,2	2,6	-5,7	10,2	4,9	10,5
III	7,1	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-3,4	5,1	-5,2	10,5	1,5	10,9
IV	7,4	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-0,7	14,9	-4,0	9,9	-0,1	10,4
2006 I	7,1	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	1,6	20,4	-2,5	9,3	5,1	9,5

	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 IV	1.439,1	683,9	755,3	67,4	128,7	4.371,6	79,5	48,6	21,1	207,9	4.063,0	3.469,7	593,3	
2005 I	1.500,6	713,1	787,5	67,1	132,3	4.511,7	90,1	58,2	21,4	220,3	4.179,9	3.574,6	605,4	
II	1.574,3	745,1	829,3	87,1	134,4	4.635,8	92,8	63,8	21,5	223,3	4.298,1	3.688,8	609,3	
III	1.684,7	815,7	869,1	88,0	136,9	4.724,8	92,4	65,2	22,1	251,2	4.359,1	3.778,8	580,3	
IV	1.732,0	837,5	894,5	81,0	139,0	4.874,8	65,0	64,6	22,1	285,9	4.501,8	3.881,4	620,3	
2006 I	1.865,0	911,3	953,7	80,2	139,0	5.027,2	82,4	81,9	22,2	298,7	4.623,9	3.993,0	631,0	
	Operaciones													
2004 IV	7,0	-0,2	7,2	5,1	1,1	43,2	-11,0	-3,6	-0,1	0,1	54,2	50,5	3,7	
2005 I	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,5	84,0	9,7	8,6	0,6	0,0	73,6	61,6	12,0	
II	28,7	4,5	24,2	6,7	2,0	74,9	2,8	5,5	0,0	0,5	71,6	67,4	4,2	
III	34,6	17,1	17,6	1,0	2,5	75,5	-0,4	1,4	0,5	1,1	74,3	67,6	6,7	
IV	18,8	-4,7	23,5	-8,0	1,5	79,6	-0,5	-0,6	0,1	4,0	76,0	70,8	5,2	
2006 I	35,0	2,4	32,6	-0,9	3,8	112,5	17,3	17,1	0,0	0,1	95,2	84,6	10,6	
	Tasas de crecimiento													
2004 IV	2,8	0,8	4,7	4,8	6,1	6,2	5,5	36,9	-9,1	1,6	6,5	6,8	4,7	
2005 I	3,4	1,9	4,8	6,3	6,3	6,0	5,4	23,7	-6,7	1,2	6,3	6,6	4,6	
II	5,3	3,1	7,4	17,3	7,0	6,2	3,5	17,6	-6,0	1,4	6,6	7,0	4,3	
III	6,8	4,3	9,1	20,2	7,1	6,5	1,2	22,8	5,0	0,9	6,9	7,3	4,5	
IV	7,5	3,5	11,0	-0,9	7,4	7,2	14,5	30,8	6,2	2,7	7,3	7,7	4,7	
2006 I	7,8	2,7	12,4	-1,8	7,4	7,6	21,2	40,4	3,2	2,6	7,6	8,1	4,4	

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

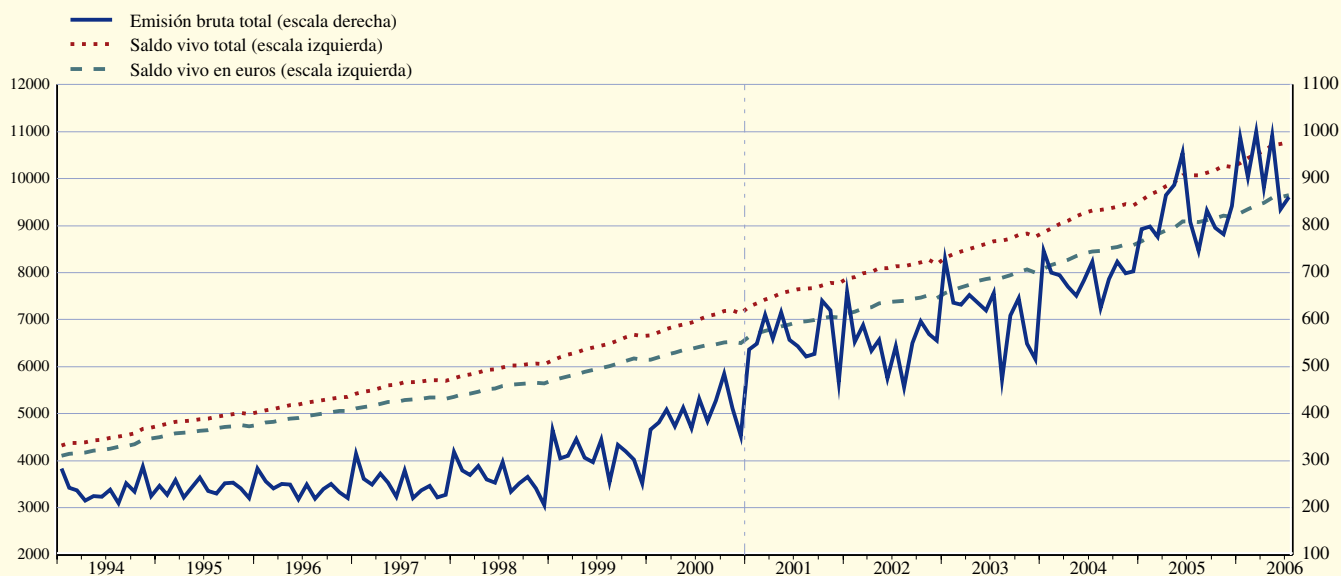
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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
											11	12
Total												
2005 Jul	10.622,7	818,9	-23,3	9.084,8	763,2	2,6	10.067,9	806,9	4,5	7,6	12,9	8,0
Ago	10.630,3	758,2	3,9	9.077,7	705,6	-10,8	10.068,8	746,2	-3,5	7,3	38,7	6,8
Sep	10.729,4	894,4	100,5	9.113,9	787,6	37,4	10.125,5	832,4	48,6	7,4	48,3	7,3
Oct	10.744,3	798,3	15,3	9.150,5	745,0	36,7	10.180,2	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
Nov	10.821,8	801,7	79,1	9.210,5	734,6	61,6	10.267,2	781,5	74,2	7,5	71,1	7,3
Dic	10.835,6	870,9	12,5	9.187,3	794,7	-24,4	10.249,2	841,5	-25,0	7,5	75,7	6,1
2006 Ene	10.884,8	972,1	55,2	9.266,1	927,6	84,7	10.332,3	987,8	103,2	7,6	61,6	7,1
Feb	10.993,2	918,4	105,8	9.345,7	846,6	76,9	10.439,6	903,4	89,5	7,2	61,8	7,5
Mar	11.147,1	1.052,6	153,6	9.427,0	937,8	81,1	10.524,2	999,3	97,5	7,6	70,6	7,9
Abr	11.168,4	873,1	18,2	9.478,4	821,4	48,5	10.581,2	881,5	66,8	7,2	54,9	7,9
May	11.295,0	1.008,1	126,6	9.592,7	939,6	114,3	10.704,4	991,8	128,2	7,8	91,0	8,3
Jun	11.349,2	882,8	59,4	9.610,1	784,4	22,6	10.730,0	834,2	28,6	6,6	21,1	7,1
Jul	.	.	.	9.644,5	811,8	33,9	10.781,2	861,1	46,5	7,0	55,5	6,9
A largo plazo												
2005 Jul	9.678,8	160,1	-0,9	8.235,7	131,4	-7,0	9.088,8	146,1	-2,4	8,4	8,1	8,8
Ago	9.677,5	86,9	-4,9	8.222,6	63,8	-16,8	9.086,3	77,3	-9,3	8,1	28,3	7,4
Sep	9.745,2	188,6	68,6	8.265,5	143,8	43,5	9.146,1	163,3	54,9	8,0	47,5	7,5
Oct	9.776,7	166,5	32,5	8.283,1	137,4	18,4	9.180,6	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
Nov	9.859,1	168,3	83,3	8.348,0	131,9	65,8	9.270,1	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
Dic	9.902,7	178,3	41,7	8.374,9	147,2	25,1	9.302,6	166,0	27,3	8,3	72,0	6,2
2006 Ene	9.945,6	195,9	48,2	8.414,1	173,5	44,5	9.342,7	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
Feb	10.035,5	215,0	88,5	8.475,7	170,7	60,1	9.428,5	196,3	72,3	7,6	49,9	7,8
Mar	10.134,1	245,3	98,9	8.547,2	194,3	71,8	9.497,8	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
Abr	10.168,9	172,9	33,2	8.576,3	141,2	27,8	9.534,3	169,1	46,6	7,5	48,0	8,1
May	10.267,2	202,9	98,2	8.662,3	166,9	85,9	9.627,8	186,5	95,5	7,7	63,5	7,7
Jun	10.323,8	195,4	57,9	8.727,5	167,7	66,4	9.710,8	189,9	80,0	6,7	52,0	7,2
Jul	.	.	.	8.753,2	157,9	25,9	9.755,1	179,2	40,3	7,2	52,2	7,1

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras 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	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.306	5.480	223	1.028	1.492	83
2005	10.249	4.109	927	610	4.321	283	9.876	6.983	325	1.032	1.442	95
2005 III	10.126	4.046	842	613	4.354	271	2.385	1.732	49	251	332	21
IV	10.249	4.109	927	610	4.321	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 I	10.524	4.260	970	619	4.387	289	2.890	2.107	83	257	421	22
II	10.730	4.335	1.034	632	4.431	298	2.708	1.973	108	250	354	22
2006 Abr	10.581	4.294	987	624	4.387	289	881	639	32	81	124	5
May	10.704	4.352	1.003	638	4.418	293	992	740	30	93	121	8
Jun	10.730	4.335	1.034	632	4.431	298	834	595	46	75	109	9
Jul	10.781	4.371	1.050	631	4.430	299	861	615	29	76	134	6
A corto plazo												
2004	926	447	7	90	376	5	6.366	4.574	44	931	784	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.807	6.046	45	942	740	33
2005 III	979	475	7	99	393	5	1.999	1.560	12	235	184	9
IV	947	482	7	90	363	5	1.940	1.531	10	221	170	8
2006 I	1.026	539	7	98	377	5	2.279	1.817	13	242	199	8
II	1.019	531	10	98	375	5	2.162	1.739	16	219	180	8
2006 Abr	1.047	557	8	101	376	5	712	568	5	74	63	3
May	1.077	579	9	106	378	5	805	662	6	78	57	3
Jun	1.019	531	10	98	375	5	644	509	5	67	60	3
Jul	1.026	536	10	98	377	5	682	543	5	68	63	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.627	920	519	3.959	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 III	9.146	3.571	835	514	3.961	265	387	172	38	17	148	12
IV	9.303	3.627	920	519	3.959	278	478	216	106	29	109	18
2006 I	9.498	3.720	963	521	4.009	285	612	290	70	15	222	15
II	9.711	3.804	1.025	534	4.056	293	545	234	92	31	175	14
2006 Abr	9.534	3.736	979	524	4.012	284	169	71	27	8	62	2
May	9.628	3.774	994	532	4.040	288	186	77	24	15	64	5
Jun	9.711	3.804	1.025	534	4.056	293	190	86	41	8	49	6
Jul	9.755	3.835	1.040	533	4.053	294	179	72	24	8	72	3
Del cual: a tipo fijo												
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.711	2.016	458	409	3.610	217	1.227	413	91	54	620	48
2005 III	6.671	2.014	435	412	3.603	207	235	80	8	8	133	8
IV	6.711	2.016	458	409	3.610	217	264	95	35	16	103	14
2006 I	6.812	2.060	475	404	3.648	225	400	155	31	8	195	12
II	6.907	2.080	500	410	3.686	232	331	109	42	19	150	10
2006 Abr	6.825	2.059	482	404	3.656	224	101	31	14	4	52	1
May	6.870	2.073	482	409	3.678	227	115	38	7	10	57	3
Jun	6.907	2.080	500	410	3.686	232	114	41	21	5	41	6
Jul	6.917	2.086	501	408	3.689	233	109	29	5	6	66	2
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	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 III	2.165	1.310	396	86	315	58	124	76	30	6	8	5
IV	2.258	1.343	457	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 I	2.331	1.383	484	97	307	60	172	108	39	4	18	3
II	2.428	1.421	520	107	319	61	173	92	49	12	15	4
2006 Abr	2.355	1.393	492	100	310	60	52	28	13	4	6	1
May	2.395	1.409	507	104	313	61	61	33	17	5	4	2
Jun	2.428	1.421	520	107	319	61	59	31	19	3	6	1
Jul	2.462	1.435	535	109	323	61	58	33	19	2	4	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

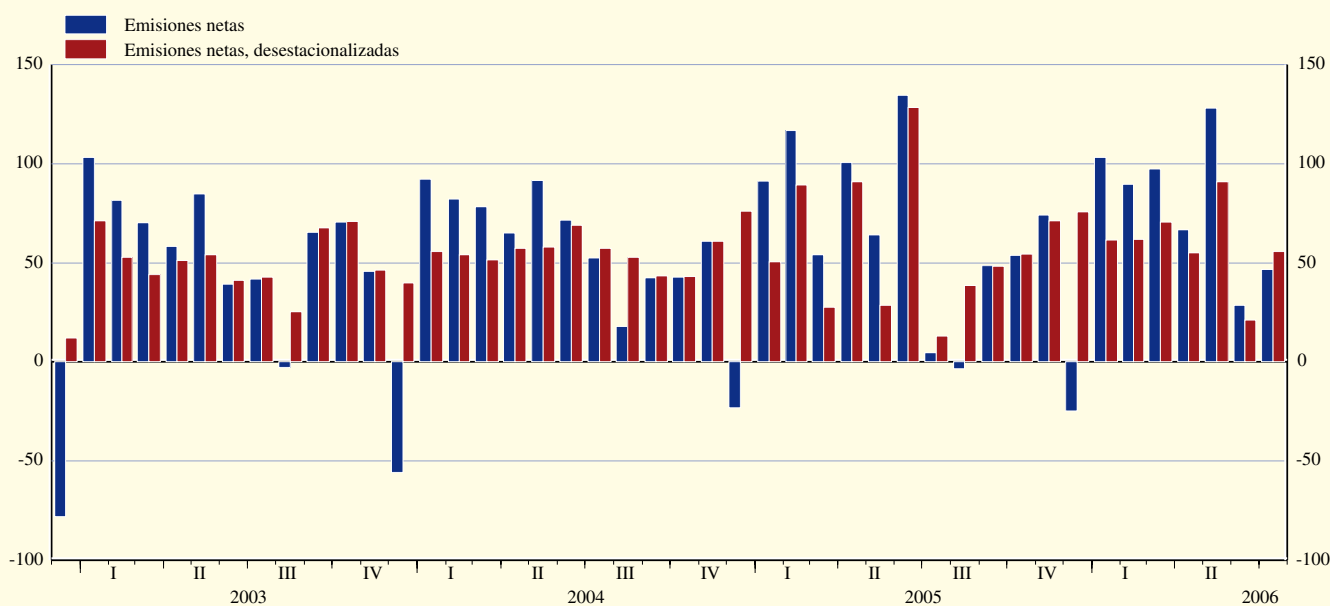
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	673,6	350,4	75,2	8,4	208,1	31,5	678,1	354,0	73,1	8,2	211,1	31,7
2005	714,2	315,6	177,2	21,8	167,3	32,2	715,8	319,0	173,0	22,0	169,5	32,4
2005 III	49,7	38,3	12,3	-0,8	-4,6	4,5	99,9	51,9	24,6	2,9	13,7	6,8
IV	103,0	44,8	81,3	-0,2	-35,1	12,3	201,1	78,1	59,2	5,8	46,9	11,0
2006 I	290,1	158,8	45,3	10,6	68,5	6,9	193,9	107,0	65,4	7,3	8,1	6,1
II	223,5	81,7	66,8	17,7	48,4	8,9	166,9	86,1	54,3	11,0	7,1	8,4
2006 Abr	66,8	38,9	18,6	6,2	3,5	-0,4	54,9	30,7	19,0	4,0	1,3	-0,1
May	128,2	59,4	17,1	14,5	32,8	4,3	91,0	51,0	18,5	9,0	8,1	4,3
Jun	28,6	-16,6	31,1	-3,0	12,1	5,0	21,1	4,4	16,8	-2,0	-2,3	4,2
Jul	46,5	31,8	15,6	-0,9	-1,1	1,1	55,5	24,1	13,9	-3,3	18,9	2,0
A largo plazo												
2004	615,1	297,8	73,8	12,0	201,7	29,8	617,8	299,1	71,7	12,0	205,1	30,0
2005	708,5	292,9	177,6	22,2	183,3	32,5	710,1	294,8	173,4	22,1	187,2	32,6
2005 III	43,3	28,1	12,7	5,8	-7,7	4,5	83,9	32,1	25,0	7,7	12,3	6,7
IV	139,4	40,6	81,4	8,6	-3,9	12,7	193,6	68,7	59,4	7,8	45,9	11,6
2006 I	209,3	100,8	45,3	2,8	53,4	7,0	168,0	70,3	65,4	8,0	18,3	6,0
II	222,2	85,4	63,9	14,5	49,6	8,9	163,5	83,1	51,3	7,9	12,8	8,5
2006 Abr	46,6	21,8	17,2	3,6	4,7	-0,6	48,0	21,5	18,1	3,8	4,7	-0,2
May	95,5	35,3	16,7	9,2	29,9	4,5	63,5	25,6	18,0	5,7	9,7	4,6
Jun	80,0	28,3	30,0	1,7	15,0	5,0	52,0	36,0	15,2	-1,7	-1,6	4,1
Jul	40,3	27,3	15,3	-0,2	-2,8	0,7	52,2	22,2	13,8	-2,2	16,5	1,9

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

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

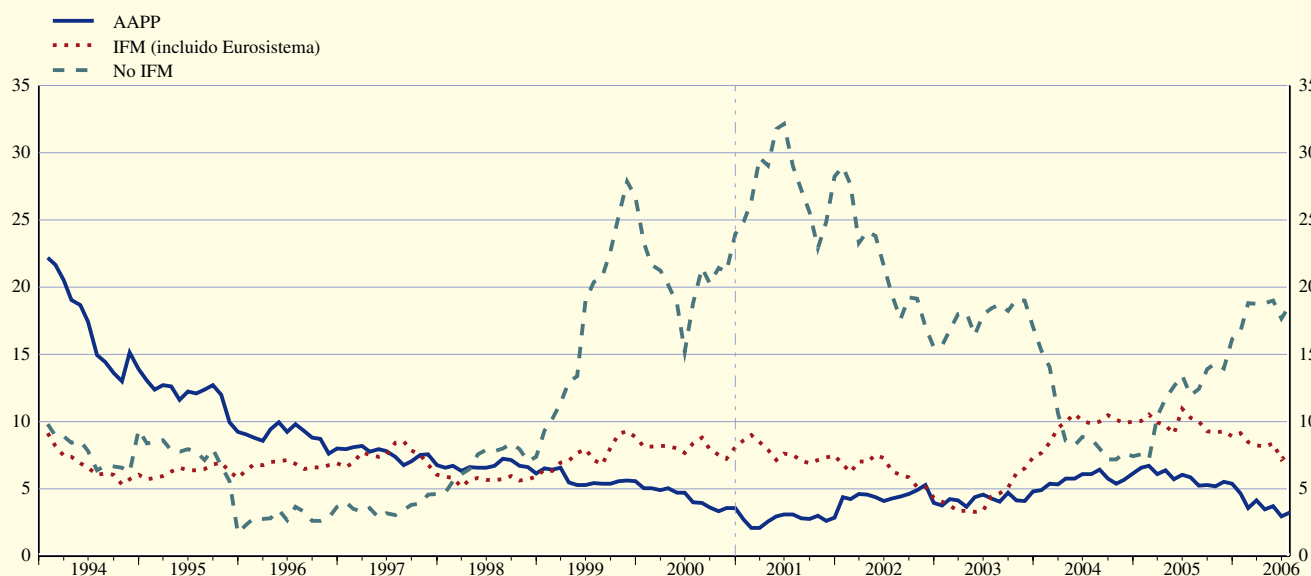


Fuente: BCE.

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 Jul	7,6	10,0	18,7	1,5	4,2	12,9	8,0	10,6	22,4	2,5	4,0	9,9
Ago	7,3	10,0	18,8	2,3	3,6	12,1	6,8	9,6	22,9	1,9	2,2	9,4
Sep	7,4	9,4	21,2	2,9	3,7	11,8	7,3	9,2	23,3	1,9	3,4	10,2
Oct	7,5	9,4	21,4	4,1	3,6	12,2	6,4	8,4	23,5	2,0	2,2	9,0
Nov	7,5	9,4	21,1	3,1	3,9	12,3	7,3	9,2	22,3	1,5	3,3	13,8
Dic	7,5	8,4	23,8	3,7	4,0	12,9	6,1	6,6	21,4	2,9	2,8	13,9
2006 Ene	7,6	9,1	24,3	3,5	3,6	11,3	7,1	7,7	26,2	4,6	3,1	12,7
Feb	7,2	8,9	26,9	3,2	2,5	11,9	7,5	8,1	31,0	4,6	2,8	14,2
Mar	7,6	9,3	27,3	3,0	3,0	11,6	7,9	9,3	31,5	4,3	2,6	13,0
Abr	7,2	8,9	27,3	2,7	2,4	10,2	7,9	9,3	31,3	3,4	2,7	11,4
May	7,8	9,9	26,7	4,1	2,6	12,1	8,3	10,5	31,3	6,9	1,8	10,5
Jun	6,6	8,1	24,8	4,5	1,8	12,3	7,1	9,5	28,1	6,0	0,7	10,5
Jul	7,0	8,3	26,7	4,3	2,2	11,6	6,9	9,0	27,2	4,1	1,2	10,5
A largo plazo												
2005 Jul	8,4	10,3	18,6	2,7	5,4	13,2	8,8	11,0	22,6	2,7	5,1	10,5
Ago	8,1	10,0	18,8	3,5	4,8	12,4	7,4	9,3	23,5	4,5	3,0	9,9
Sep	8,0	9,3	21,3	3,7	4,8	12,2	7,5	8,5	23,7	4,1	3,9	10,5
Oct	8,0	9,2	21,5	4,3	4,7	12,5	6,8	8,4	24,0	5,0	2,3	9,1
Nov	8,2	9,3	21,2	3,7	5,0	13,0	7,7	9,0	22,7	5,5	3,6	14,2
Dic	8,3	8,9	24,1	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,8	6,3	3,0	14,6
2006 Ene	8,1	9,1	24,6	5,1	4,2	11,8	7,3	7,3	26,5	7,4	3,2	13,1
Feb	7,6	8,5	27,3	6,1	3,0	12,6	7,8	7,7	31,1	7,6	2,9	15,0
Mar	7,8	8,2	27,7	5,2	3,6	12,1	8,1	7,9	31,9	6,3	3,3	13,6
Abr	7,5	8,1	27,6	5,4	3,0	10,5	8,1	7,8	31,3	5,8	3,6	12,0
May	7,7	8,4	26,8	6,8	3,1	12,5	7,7	7,7	31,2	8,1	2,6	11,0
Jun	6,7	7,2	24,7	6,3	2,3	12,7	7,2	8,6	27,6	6,2	1,6	10,7
Jul	7,2	7,7	26,6	5,8	2,6	11,8	7,1	8,0	26,7	4,3	2,1	10,5

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.

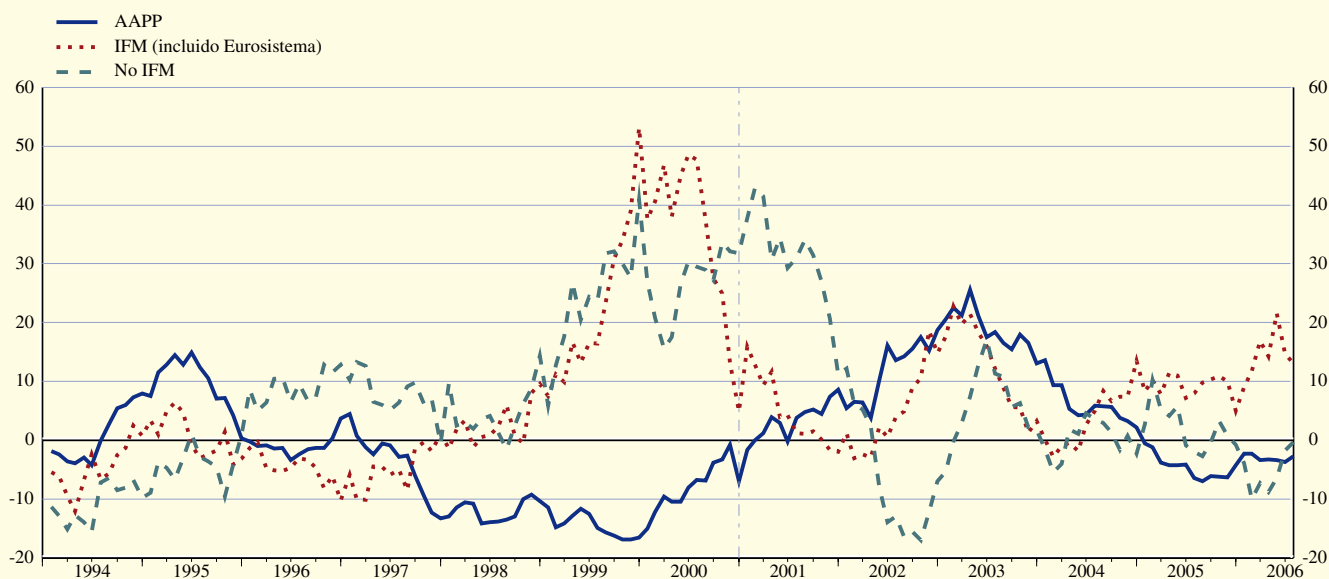
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,4	15,0	19,4	18,3	35,9	22,6	9,8	4,7
2005 III	4,5	3,0	6,4	0,6	5,0	15,6	20,7	19,7	38,9	17,7	11,5	1,7
2005 IV	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,1	15,3	43,9	19,6	11,7	1,9
2006 I	4,3	4,3	8,9	0,7	3,5	15,6	19,0	14,3	48,9	24,5	7,8	1,1
2006 II	4,2	4,4	11,7	0,8	3,0	13,5	16,9	11,9	46,2	28,0	3,6	5,1
2006 Feb	3,9	4,1	9,6	1,3	2,6	16,2	19,1	14,0	51,1	25,1	7,6	0,0
2006 Mar	4,4	4,4	10,3	0,3	3,6	14,5	18,0	12,7	51,3	24,9	4,9	3,2
2006 Abr	4,1	4,3	11,5	0,3	3,1	12,3	17,0	12,3	48,9	26,4	2,0	3,4
2006 May	4,3	4,7	11,9	1,6	3,0	14,0	17,4	12,2	45,4	29,9	5,1	6,5
2006 Jun	3,8	4,1	13,2	1,0	2,2	14,2	14,6	9,8	38,5	30,2	2,7	7,5
2006 Jul	4,3	4,5	14,4	0,5	2,8	13,7	15,4	10,2	40,8	30,7	4,3	5,4
En euros												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,3	15,3	18,8	17,2	35,2	22,6	10,2	5,3
2005 III	4,1	1,0	9,9	0,4	4,9	16,0	20,5	18,9	38,4	18,5	12,1	2,6
2005 IV	4,2	1,9	8,5	0,6	4,6	16,2	18,3	13,9	41,6	21,2	12,2	2,2
2006 I	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,2	12,9	46,2	26,4	8,2	1,0
2006 II	3,6	2,7	10,0	0,8	3,1	13,9	15,6	10,2	42,1	31,5	3,7	4,0
2006 Feb	3,3	2,3	9,6	1,3	2,6	16,7	18,3	12,6	48,0	27,2	8,0	-0,4
2006 Mar	3,8	2,7	9,2	0,2	3,5	15,1	17,3	11,5	48,2	26,9	5,0	2,8
2006 Abr	3,5	2,5	10,3	0,3	3,1	12,7	15,8	10,6	44,6	29,8	2,1	2,8
2006 May	3,8	3,0	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,0	5,2	4,9
2006 Jun	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	13,0	7,6	34,3	34,4	2,7	5,9
2006 Jul	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,9	8,1	35,9	35,2	4,4	3,9

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)

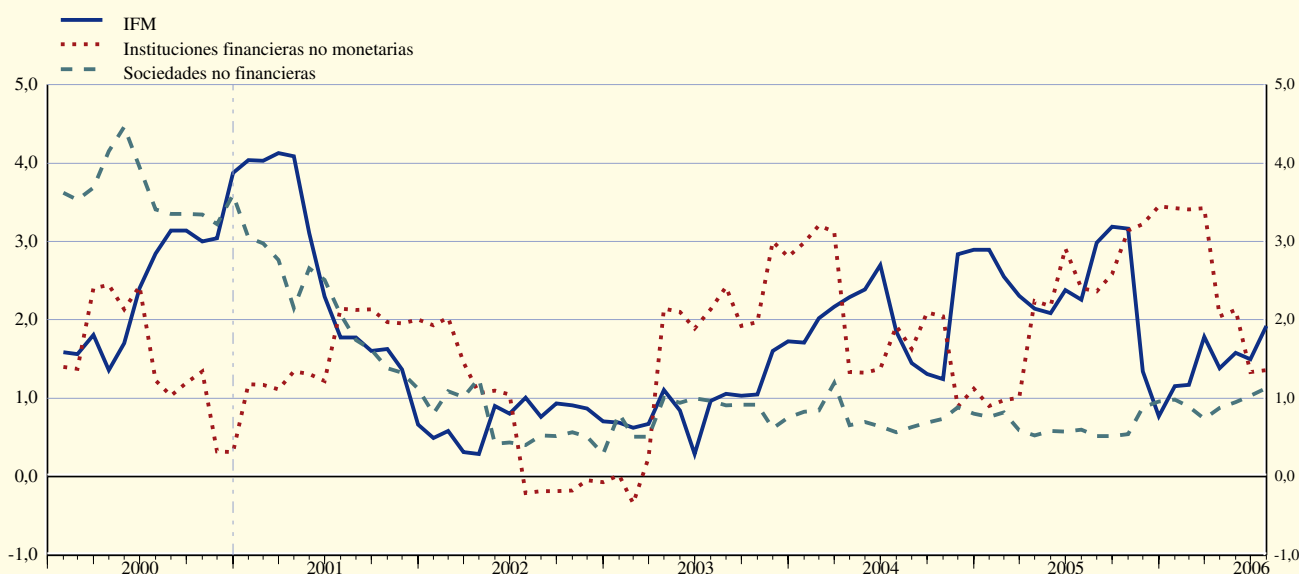
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 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	5.056,2	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	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,0	4.131,5	0,9
May	5.364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,1	3.934,4	1,0
Jun	5.375,5	104,3	1,1	905,0	1,5	528,6	1,3	3.941,9	1,0
Jul	5.376,0	104,4	1,3	918,5	1,9	544,3	1,4	3.913,2	1,1

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⁾

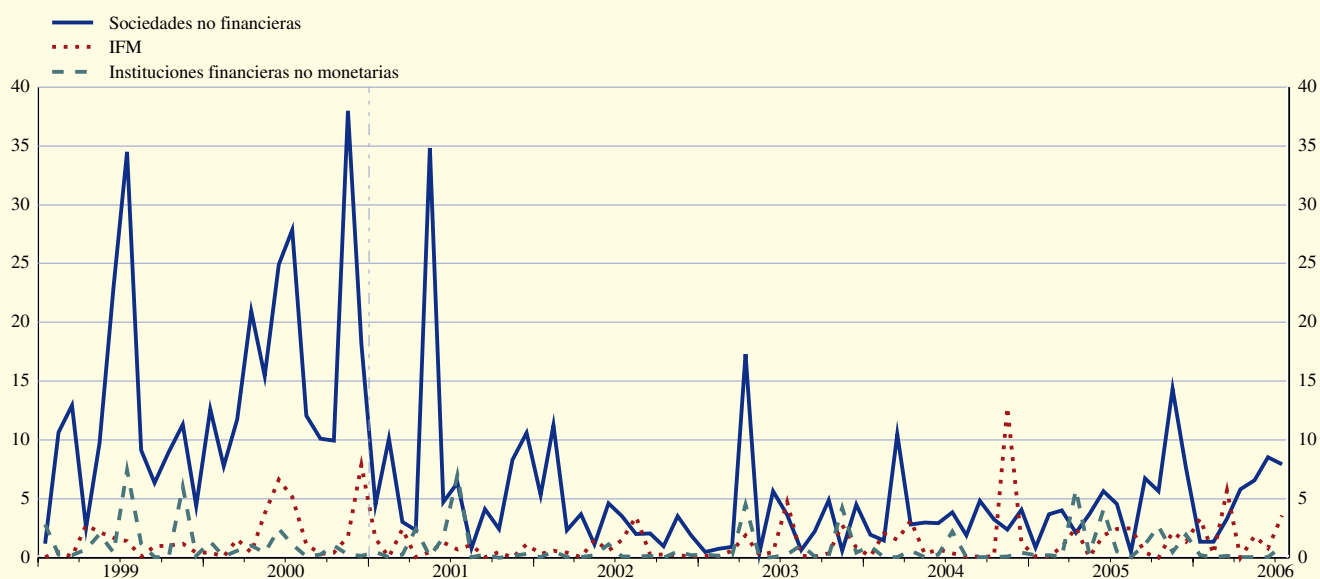
(mm de euros; valores de mercado)

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 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	0,4	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,4	2,2	6,2	1,9	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	6,5	2,2	4,4
Jun	9,3	2,6	6,7	0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	8,5	2,4	6,2
Jul	12,5	3,9	8,6	3,6	0,4	3,2	1,0	0,2	0,7	7,9	3,2	4,7

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro
(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 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	2,93	3,71	2,49
May	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
Jun	0,81	2,57	2,88	2,57	2,03	2,52	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
Jul	0,81	2,70	3,04	2,79	2,08	2,57	1,24	2,78	3,31	3,89	2,76

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	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 Ago	9,58	7,00	6,66	8,13	7,98	3,32	3,72	4,01	4,01	3,87	3,83	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	9,80	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
May	9,78	7,23	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
Jun	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
Jul	9,86	7,34	6,31	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74

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

	Descubiertos 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 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	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
May		5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
Jun		5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
Jul		5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36

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 período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

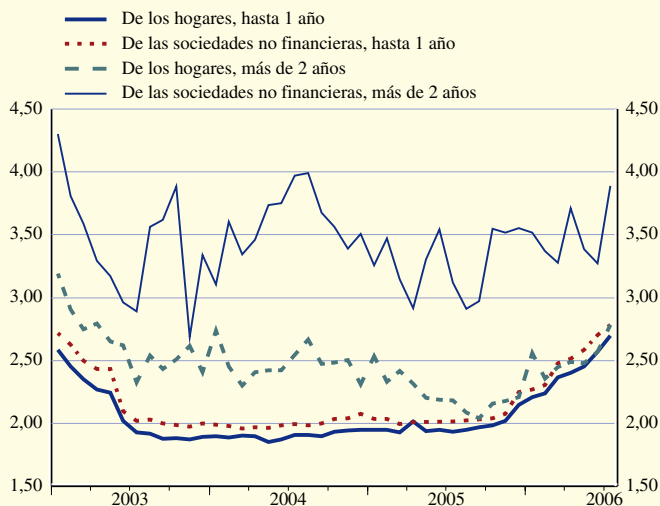
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2005 Ago	0,68	1,92	3,18	1,98	2,31	0,97	2,10	3,46	2,00
Sep	0,69	1,92	3,19	1,98	2,29	0,97	2,12	3,56	2,01
Oct	0,69	1,93	3,17	1,97	2,27	0,97	2,12	3,40	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	3,47	2,27
Mar	0,76	2,16	3,00	1,98	2,37	1,14	2,48	3,46	2,38
Abr	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
May	0,79	2,27	3,04	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
Jun	0,81	2,34	3,07	2,03	2,52	1,22	2,72	3,53	2,63
Jul	0,81	2,43	3,02	2,08	2,57	1,24	2,80	3,57	2,71

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	
2005 Ago	4,52	4,24	4,59	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	4,57	7,92	6,80	5,64	4,24	3,77	4,24	
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	4,59	4,17	4,54	7,97	6,78	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	
May	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36	
Jun	4,69	4,21	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40	
Jul	4,70	4,21	4,57	8,15	6,82	5,82	4,81	4,27	4,45	

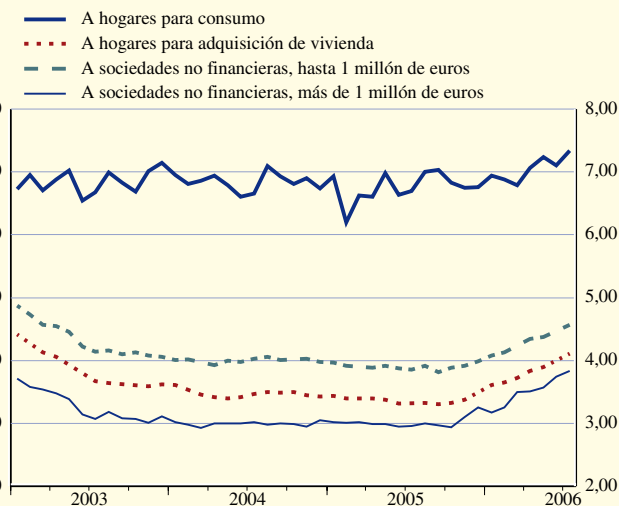
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

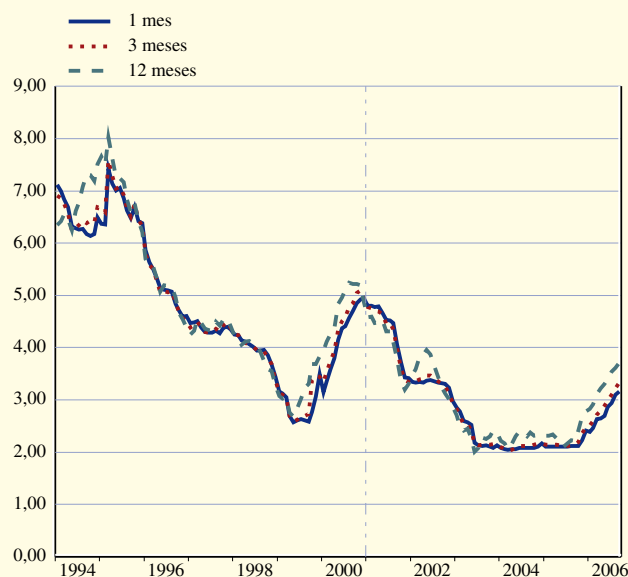
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					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 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
III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
2005 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
Jul	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
Ago	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
Sep	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42

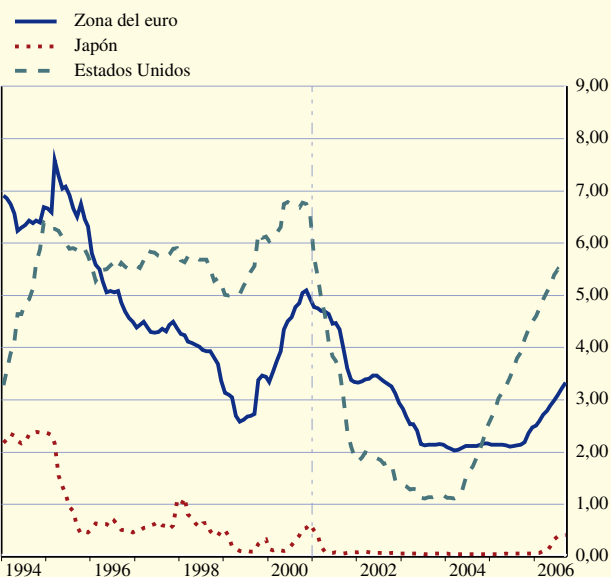
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

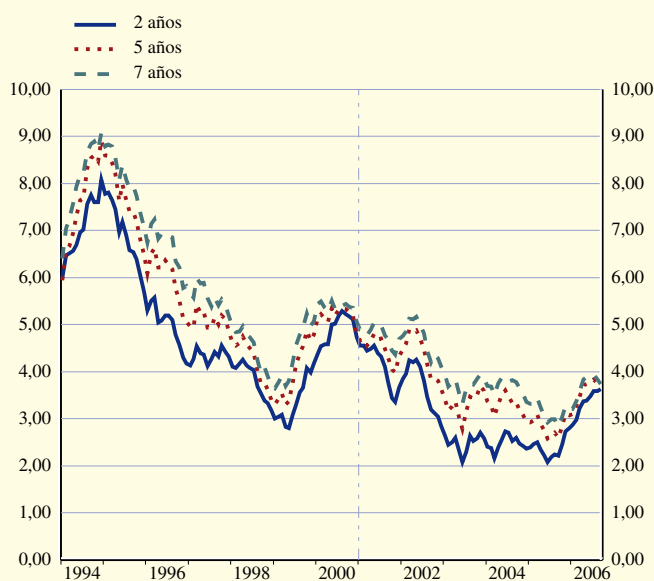
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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 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
III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
2005 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
Jul	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
Ago	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
Sep	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68

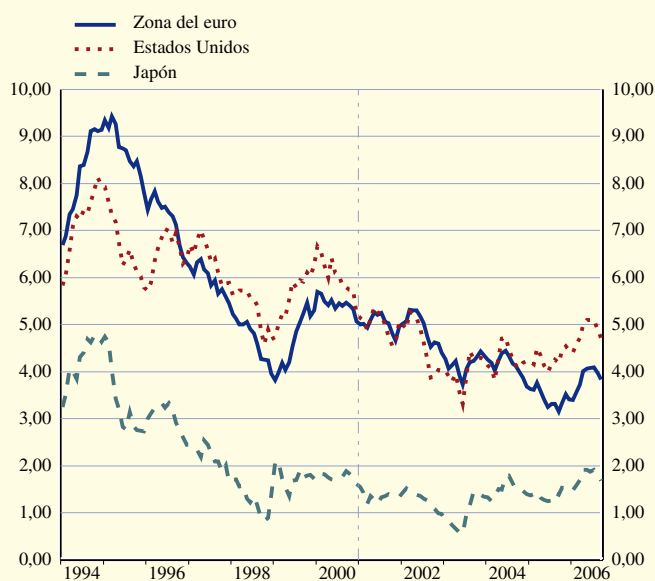
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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.

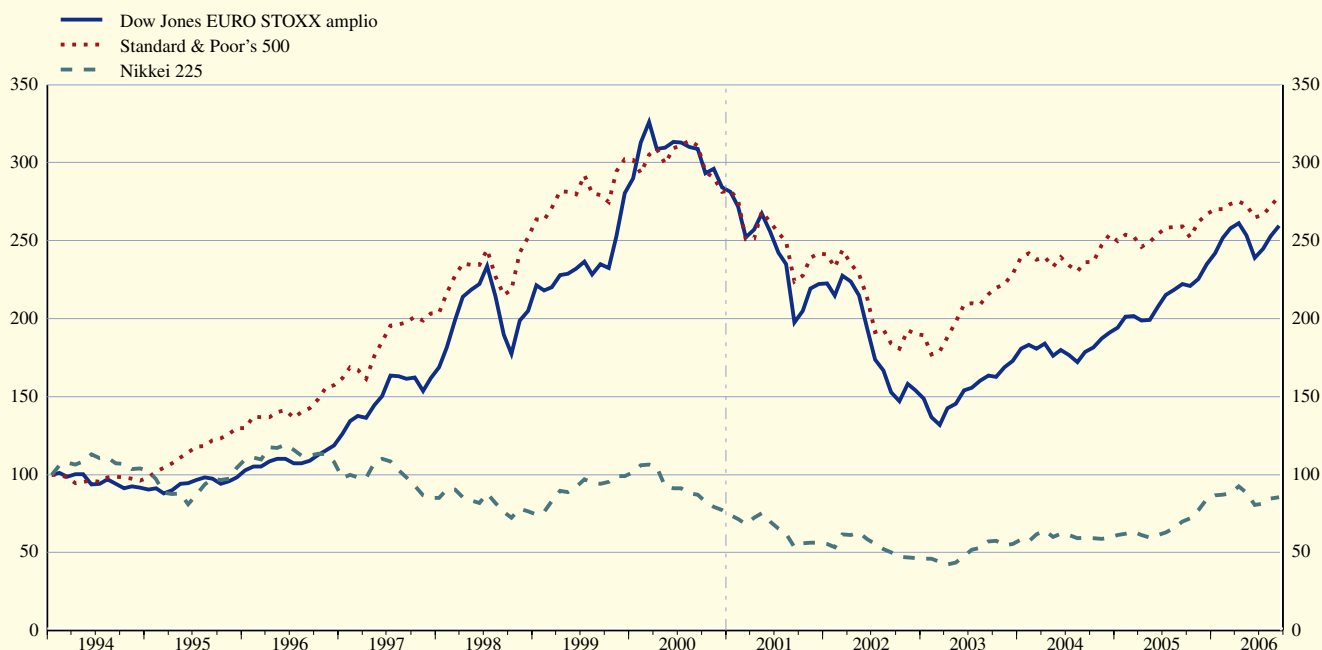
4.8 Índices bursátiles

(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 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
III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	389,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
2005 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	322,3	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
Jul	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
Ago	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
Sep	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9

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 II	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,4	0,1	4,5	0,5
III	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,3	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	0,7	0,1	1,3	0,4
II	102,4	2,5	1,5	2,7	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5
2006 Abr	102,2	2,4	1,6	2,6	2,2	0,4	0,0	0,3	0,1	2,8	0,2
May	102,5	2,5	1,4	2,9	1,8	0,2	0,1	0,4	0,1	1,0	0,2
Jun	102,5	2,5	1,5	2,7	2,0	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,1	0,2
Jul	102,4	2,4	1,6	2,6	2,1	0,3	0,2	0,7	-0,1	1,4	0,2
Ago	102,5	2,3	1,5	2,5	1,9	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,1
Sep ²⁾	.	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total 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 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
II	2,0	2,2	1,6	3,1	0,6	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
2006 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
Jun	2,2	2,2	2,1	3,0	0,7	11,0	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,2	2,3
Jul	2,7	2,3	3,2	2,6	0,5	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
Ago	2,9	2,2	3,9	2,3	0,5	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3

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						
Total		Total		Total		Total		Total		Total					
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	7,7	28,5	9,4	44,6
2005 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	3,0	7,3 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	2,6	-	36,4	23,6	52,3
II	115,8	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,4	3,5	-	30,0	26,2	56,2
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	13,4	26,6	55,7
2006 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	115,8	6,1	4,3	2,7	4,6	1,1	1,7	1,7	1,7	18,7	-	-	36,2	31,5	55,7
Jun	116,1	5,8	4,0	3,0	5,3	1,3	1,8	1,6	1,9	16,0	-	-	20,0	22,0	55,4
Jul	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,5	2,0	1,8	2,0	14,9	-	-	21,6	26,7	58,8
Ago	117,1	5,7	4,0	3,6	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,7	-	-	14,8	26,8	57,8
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	4,0	26,4	50,3

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	107,6	3,5	3,3	4,4	3,2	4,4	3,6	2,7
2003	110,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,9	2,9	2,4
2004	113,4	2,3	2,1	2,6	2,7	2,9	1,9	2,1
2005	116,0	2,2	2,3	1,9	2,3	2,1	2,2	2,1
2005 II	115,8	2,3	2,2	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
III	116,3	1,8	2,2	0,6	2,2	1,6	1,7	2,1
IV	117,0	2,0	2,1	1,8	2,1	1,5	2,0	2,0
2006 I	117,6	2,2	2,5	1,1	2,3	2,1	2,1	2,1
II	118,2	2,4	2,4	1,9	3,0	0,7	2,2	2,4

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					
			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	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2002	104,6	2,4	0,9	1,0	3,0	1,6	3,3	3,5
2003	106,4	1,7	6,1	0,4	3,1	2,6	1,0	2,4
2004	107,5	1,1	-9,8	-1,1	2,9	0,0	2,9	2,7
2005	108,5	0,9	6,9	-0,9	3,1	0,1	1,8	1,6
2005 I	108,2	1,1	5,1	-0,8	4,3	1,1	1,4	1,4
II	108,4	0,9	8,6	-0,6	3,6	0,3	1,8	1,2
III	108,2	0,6	6,5	-0,6	1,8	-0,6	1,8	1,5
IV	109,0	0,9	7,2	-1,6	2,9	-0,3	2,1	2,4
2006 I	109,1	0,8	2,3	-1,7	3,6	-0,9	2,7	2,5
Remuneración por asalariado								
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,2	2,8	3,1
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,6	1,9	2,1	1,9
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,4	2,1	2,2
2005	111,3	1,6	2,6	1,4	1,9	1,5	1,9	1,6
2005 I	110,6	1,5	3,9	1,1	0,9	1,9	2,0	1,4
II	111,0	1,4	2,7	1,4	2,3	1,4	2,2	0,9
III	111,3	1,5	1,9	1,6	2,1	1,4	1,7	1,3
IV	112,2	1,9	1,8	1,7	2,4	1,3	1,6	2,7
2006 I	112,8	1,9	0,4	2,5	3,3	1,3	1,9	1,9
Productividad del trabajo ²⁾								
2002	100,6	0,2	1,3	1,0	0,3	0,6	-0,5	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,2	1,7	-0,4	-0,7	1,1	-0,4
2004	101,9	1,0	13,2	3,7	-0,4	1,4	-0,8	-0,5
2005	102,6	0,7	-4,0	2,4	-1,2	1,3	0,1	0,0
2005 II	102,5	0,5	-5,4	2,0	-1,3	1,1	0,4	-0,3
III	102,9	0,9	-4,3	2,2	0,3	1,9	0,0	-0,2
IV	102,9	1,0	-5,1	3,3	-0,5	1,6	-0,5	0,3
2006 I	103,4	1,1	-1,8	4,3	-0,2	2,2	-0,8	-0,6
II	103,9	1,4	.	.	.	.	.	.

5. Deflatores del producto interior bruto

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

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	7.251,3	7.059,2	4.142,2	1.465,0	1.464,1	-12,1	192,0	2.628,9	2.436,9
2003	7.460,5	7.303,6	4.278,5	1.526,2	1.496,8	2,1	156,9	2.625,0	2.468,0
2004	7.734,6	7.574,8	4.425,8	1.579,5	1.559,7	9,9	159,7	2.821,7	2.661,9
2005	7.994,0	7.878,0	4.579,0	1.636,5	1.639,7	22,8	116,0	3.028,4	2.912,5
2005 II	1.986,0	1.955,9	1.138,0	406,6	407,1	4,1	30,1	744,7	714,6
III	2.008,2	1.982,3	1.153,2	410,2	413,9	4,9	25,9	770,8	744,9
IV	2.029,4	2.005,6	1.160,1	417,8	418,3	9,4	23,7	785,6	761,9
2006 I	2.048,0	2.025,3	1.174,9	419,7	426,2	4,5	22,7	822,8	800,1
II	2.073,7	2.050,4	1.183,7	422,4	438,4	5,9	23,3	838,9	815,6
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2005 II	0,4	0,6	0,4	0,6	1,2	-	-	1,9	2,6
III	0,6	0,5	0,7	0,7	1,2	-	-	2,6	2,5
IV	0,3	0,6	0,1	0,2	0,4	-	-	0,9	1,6
2006 I	0,8	0,4	0,7	0,8	0,9	-	-	3,9	2,9
II	0,9	0,8	0,3	0,4	2,1	-	-	1,3	1,2
<i>tasas de variación interanual</i>									
2002	0,9	0,4	0,8	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,0	-	-	1,1	3,1
2004	1,9	1,8	1,5	1,2	2,1	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,7	1,3	1,4	2,7	-	-	4,2	5,3
2005 II	1,3	1,9	1,4	1,4	2,7	-	-	3,4	5,4
III	1,7	1,7	1,8	1,5	3,4	-	-	5,4	5,8
IV	1,8	2,0	1,1	1,7	3,3	-	-	5,0	5,6
2006 I	2,1	2,1	1,8	2,3	3,7	-	-	9,6	9,9
II	2,6	2,3	1,7	2,0	4,6	-	-	9,0	8,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005 II	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	-	-
III	0,6	0,5	0,4	0,1	0,2	-0,3	0,1	-	-
IV	0,3	0,6	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-
2006 I	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4	-	-
II	0,9	0,8	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2002	0,9	0,3	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	1,9	1,7	0,9	0,2	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,3	-	-
2005 II	1,3	1,9	0,8	0,3	0,5	0,3	-0,6	-	-
III	1,7	1,7	1,0	0,3	0,7	-0,4	0,0	-	-
IV	1,8	1,9	0,6	0,3	0,7	0,3	-0,1	-	-
2006 I	2,1	2,1	1,0	0,5	0,7	-0,2	0,1	-	-
II	2,6	2,3	1,0	0,4	1,0	-0,1	0,4	-	-

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	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2002	6.517,1	153,1	1.381,0	373,9	1.389,1	1.747,8	1.472,3	734,2
2003	6.703,2	152,4	1.381,9	390,1	1.423,2	1.825,8	1.529,9	757,3
2004	6.940,9	156,5	1.428,2	413,6	1.472,8	1.893,0	1.576,8	793,7
2005	7.160,4	144,2	1.461,7	434,8	1.519,1	1.972,0	1.628,7	833,5
2005 II	1.780,9	35,7	364,7	107,4	378,5	489,3	405,3	205,1
III	1.797,5	35,8	366,5	109,8	382,3	496,0	407,2	210,7
IV	1.815,0	36,3	368,9	112,3	383,2	500,3	414,0	214,4
2006 I	1.830,9	36,1	373,0	113,7	385,1	510,0	413,1	217,0
II	1.853,7	36,3	378,3	117,1	389,8	517,0	415,3	220,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,5	22,7	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2005 II	0,5	-1,6	0,7	1,3	0,8	0,3	0,1	-0,1
III	0,5	0,4	0,7	0,2	0,7	0,5	0,2	1,5
IV	0,4	0,9	0,5	0,8	0,6	0,1	0,1	0,3
2006 I	0,8	-1,6	1,4	-0,5	0,8	1,1	0,2	1,0
II	1,0	1,4	1,3	2,4	1,4	0,8	0,4	-0,5
<i>tasas de variación interanual</i>								
2002	0,9	-0,6	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,6	0,2
2003	0,7	-5,9	0,3	0,4	0,0	1,7	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,3	2,5	1,5	1,5	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,9	2,0	2,0	1,1	1,2
2005 II	1,3	-6,6	0,7	1,0	1,8	2,3	1,1	1,1
III	1,6	-6,4	1,3	1,7	2,4	2,0	1,3	2,2
IV	1,8	-6,0	2,1	1,6	2,4	2,2	1,3	1,9
2006 I	2,1	-1,9	3,3	1,8	2,9	2,0	0,7	2,7
II	2,7	1,1	4,0	2,9	3,6	2,5	1,0	2,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005 II	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
III	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,0	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2002	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2005 II	1,3	-0,2	0,1	0,1	0,4	0,6	0,3	-
III	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,6	0,3	-
IV	1,8	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,6	0,3	-
2006 I	2,1	0,0	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
II	2,7	0,0	0,8	0,2	0,8	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	
	% del total ¹⁾	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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	0,9	103,6	1,2	1,2	1,0	0,7	2,6	0,6	-1,0	0,9	1,2	-0,6
2005 III	1,2	104,1	1,4	1,4	1,4	0,8	2,8	1,5	-0,4	1,8	0,4	0,9
IV	1,7	104,7	2,0	2,2	2,2	2,3	2,9	1,3	1,7	1,2	1,8	0,2
2006 I	3,7	105,8	3,4	3,5	3,4	2,9	5,1	2,1	2,5	2,0	3,8	1,6
II	2,7	106,8	3,8	3,8	4,1	5,2	4,8	2,2	3,4	2,0	0,7	3,5
2006 Feb	2,9	105,5	2,9	3,1	2,8	1,8	5,6	2,4	2,0	2,5	2,2	2,1
Mar	5,7	106,3	4,2	5,1	5,0	4,8	5,6	2,8	3,1	2,8	3,1	4,4
Abr	0,2	105,6	1,7	0,7	0,7	2,4	2,2	0,1	-1,0	0,3	1,3	2,0
May	3,9	107,5	5,2	5,9	6,2	6,4	7,6	4,0	7,7	3,4	-0,8	5,1
Jun	3,9	107,5	4,4	4,7	5,4	6,7	4,7	2,5	3,7	2,3	1,6	3,4
Jul	.	107,0	3,2	3,4	3,5	4,9	3,9	0,8	3,4	0,4	2,4	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2006 Feb	-0,3	-	-0,1	0,1	0,0	-0,6	0,5	0,5	-0,3	0,7	-0,5	1,3
Mar	1,2	-	0,8	0,7	1,1	1,3	0,6	0,2	0,5	0,1	0,5	-0,3
Abr	-1,4	-	-0,7	-0,4	-1,0	-0,2	-1,0	-0,5	-0,9	-0,4	-2,5	1,6
May	1,9	-	1,7	2,0	2,4	2,2	2,8	1,7	4,3	1,2	-1,6	2,2
Jun	0,1	-	0,0	-0,2	0,0	0,2	-0,8	-0,5	-1,4	-0,4	3,1	-0,6
Jul	.	-	-0,4	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-0,8	-0,3	-0,9	1,1	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
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	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,2	0,7	1,6	2,1	1,2	936	1,5
2005 III	110,3	4,5	111,3	3,9	2,5	106,7	1,5	0,5	2,1	2,5	1,9	949	4,9
IV	117,4	7,4	113,3	4,1	2,3	107,2	1,2	0,6	1,7	2,7	1,6	934	-1,2
2006 I	117,7	12,4	115,4	9,0	2,3	107,4	0,9	0,3	1,3	1,5	2,3	946	2,0
II	118,4	8,0	118,3	6,4	3,1	108,0	1,7	0,7	2,4	2,6	3,5	957	2,4
2006 Mar	118,1	13,7	115,8	11,4	1,3	107,0	0,0	-0,9	0,8	-2,2	2,5	951	1,5
Abr	117,2	3,9	116,4	-0,4	3,2	108,0	2,1	1,5	2,4	1,8	3,2	955	1,8
May	120,3	14,8	120,1	13,3	3,1	107,9	1,5	-0,1	3,1	4,3	4,7	967	8,9
Jun	117,7	5,7	118,2	6,5	2,9	108,2	1,4	0,9	1,8	1,8	2,5	948	-2,5
Jul	119,8	9,6	118,9	7,4	3,6	108,5	1,9	1,7	2,1	2,6	3,1	915	-4,7
Ago	.	.	.	.	3,8	109,3	2,4	0,7	3,8	.	.	934	-1,2
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2006 Mar	-	-1,3	-	0,4	-0,3	-	-0,6	-1,1	0,0	-1,6	0,1	-	1,1
Abr	-	-0,8	-	0,6	0,7	-	0,9	0,9	0,8	2,6	0,6	-	0,5
May	-	2,6	-	3,1	0,3	-	0,0	-0,5	0,4	0,9	1,2	-	1,3
Jun	-	-2,1	-	-1,5	0,3	-	0,2	0,6	-0,2	-0,5	-0,7	-	-2,0
Jul	-	1,7	-	0,6	0,6	-	0,4	0,5	0,3	0,6	0,3	-	-3,5
Ago	-	.	-	.	0,7	-	0,7	-0,4	1,6	.	.	-	2,0

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2002	94,9	-11	-25	11	3	81,0	-11	-1	-11	26	-4
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,7	-5	-16	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	98,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2005 III	97,9	-7	-17	11	6	80,9	-15	-4	-17	29	-9
IV	100,6	-6	-15	10	7	81,5	-13	-4	-15	22	-9
2006 I	103,1	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
II	107,2	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,7	4	3	4	12	.	-8	-3	-10	12	-8
2006 Abr	106,3	2	-1	7	13	82,4	-11	-3	-8	22	-9
May	107,4	2	-2	6	14	-	-9	-3	-10	14	-8
Jun	107,9	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-10
Jul	108,6	4	3	5	13	83,5	-8	-4	-10	13	-7
Ago	108,3	2	3	5	9	-	-9	-4	-10	11	-10
Sep	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7

	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
2002	-15	-22	-8	-14	-17	16	-10	3	-2	-4	15
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-13	14	1	11	7	8	18
2005	-7	-12	-2	-8	-13	13	3	11	5	10	18
2005 III	-7	-13	-1	-8	-14	14	3	11	5	10	17
IV	-3	-8	2	-5	-9	15	11	14	10	13	19
2006 I	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
II	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
III	3	-2	7	1	4	14	13	20	14	19	26
2006 Abr	-2	-7	4	0	0	15	16	18	14	17	24
May	-2	-6	3	0	-1	15	14	20	16	19	23
Jun	-1	-5	4	3	3	12	18	19	14	19	24
Jul	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
Ago	2	-4	8	1	2	14	14	21	14	21	28
Sep	4	0	8	3	8	12	13	18	12	19	24

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	84,6	15,4	4,3	17,8	7,5	24,9	15,0	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,863	0,7	0,8	0,3	-1,8	-1,2	-0,1	0,6	2,0	2,0
2003	135,461	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	136,420	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,4	0,9	1,9	1,5
2005	137,474	0,8	0,9	-0,1	-1,6	-1,1	2,2	0,7	2,1	1,3
2005 II	137,275	0,7	0,8	0,3	-1,3	-1,5	2,3	0,7	1,8	1,5
III	137,547	0,7	0,9	-0,7	-2,0	-0,8	1,3	0,3	2,1	1,4
IV	137,995	0,7	1,0	-0,8	-0,8	-1,1	1,9	0,6	2,6	0,9
2006 I	138,439	1,0	1,1	0,4	-0,2	-0,9	2,0	0,7	2,9	1,3
II	138,996	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2005 II	0,196	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,4	0,5	-0,1	0,4	0,4
III	0,272	0,2	0,3	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,4
IV	0,448	0,3	0,4	0,1	0,2	-0,2	1,0	0,4	1,1	0,0
2006 I	0,443	0,3	0,3	0,7	-0,5	-0,2	0,6	0,4	0,6	0,5
II	0,557	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,4		51,6	
	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	12,900	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,714	10,5
2005	12,628	8,6	9,545	7,4	3,083	17,8	6,116	7,4	6,511	10,1
2005 II	12,790	8,7	9,673	7,5	3,117	17,9	6,211	7,6	6,579	10,2
III	12,489	8,5	9,472	7,3	3,016	17,5	6,070	7,4	6,419	9,9
IV	12,298	8,4	9,268	7,2	3,030	17,7	5,910	7,2	6,388	9,9
2006 I	11,926	8,1	8,942	6,9	2,984	17,3	5,740	7,0	6,185	9,6
II	11,581	7,9	8,704	6,7	2,877	16,7	5,619	6,8	5,962	9,2
2006 Mar	11,778	8,0	8,824	6,8	2,954	17,2	5,693	6,9	6,084	9,4
Abr	11,647	7,9	8,748	6,8	2,899	16,9	5,650	6,9	5,997	9,3
May	11,566	7,9	8,702	6,7	2,865	16,7	5,618	6,8	5,949	9,2
Jun	11,530	7,9	8,662	6,7	2,867	16,6	5,590	6,8	5,939	9,2
Jul	11,514	7,8	8,614	6,7	2,900	16,8	5,570	6,8	5,944	9,2
Ago	11,521	7,9	8,590	6,6	2,931	17,0	5,569	6,8	5,953	9,2

Fuentes: Eurostat.

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total		Recursos corrientes								Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
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	2,2	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	45,3	45,0	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	44,6	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	44,8	44,3	11,4	8,8	2,3	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,2	44,7	11,7	8,9	2,5	13,7	0,3	15,6	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,3

2. Zona del euro - empleos

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE				
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	48,4	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	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,3	44,3	10,5	4,9	3,3	25,5	22,7	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,3	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,5
2005	47,6	43,8	10,4	5,0	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	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	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,5
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	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	12,5

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	69,9	2,2	11,9	5,1	50,7	37,9	20,8	8,3	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	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
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	60,8	4,0	14,4	26,6	28,3	68,3	1,0
2004	69,9	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	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	28,4	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⁾
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	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,6	0,1	-0,2	0,0	-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	0,1	0,0	-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	-2,5	-0,4	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	0,0
2005	3,1	-2,4	0,7	0,7	0,3	0,1	0,2	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 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2000 I	43,6	43,1	11,1	13,1	15,5	1,9	0,7	0,6	0,3	39,9
II	47,8	47,3	13,9	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,4
III	44,2	43,8	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,5	0,2	40,4
IV	50,0	49,5	14,0	14,2	16,6	2,9	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	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,5	43,1	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV 4	9,2	48,7	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	42,1	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,5	0,2	38,6
II	45,7	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,6	0,3	41,1
III	43,6	43,0	11,2	12,7	15,4	2,0	0,8	0,5	0,3	39,6
IV 4	9,2	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,7	0,3	44,0
2003 I	42,1	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	1,9	1,3	1,5	1,2	41,7
III	43,0	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,6	0,2	39,2
IV 4	9,4	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,1	0,3	43,9
2004 I	41,6	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,6	0,3	38,1
II	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,8	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,6	0,3	39,0
IV 4	9,6	48,4	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,1	0,4	44,2
2005 I	42,5	41,8	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,7	0,3	38,7
II	45,1	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	0,9	0,8	0,3	40,9
III	43,7	42,9	11,1	12,9	15,4	1,9	0,8	0,8	0,3	39,7
IV 4	9,6	48,6	13,4	14,5	16,1	2,9	0,9	0,9	0,3	44,3
2006 I	42,9	42,3	10,4	13,2	15,3	1,6	0,9	0,6	0,3	39,2

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	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital			
2000 I	46,3	43,0	10,2	4,6	4,1	24,1	20,8	1,3	3,4	2,0	1,4	-2,7	1,4
II	46,3	42,9	10,3	4,6	3,9	24,1	20,8	1,4	3,4	2,3	1,1	1,5	5,4
III	43,2	42,8	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,4	2,5	1,1	1,0	5,0
IV 4	9,9	46,0	11,1	5,3	3,8	25,9	22,1	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 I	45,8	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	1,2	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	1,3	-2,7	1,2
IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	5,0	3,2	1,8	-1,9	1,7
2002 I	46,3	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,2	-0,5
II	46,8	43,3	10,3	5,0	3,6	24,4	21,2	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,4
III	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,8	2,5	1,3	-3,3	0,2
IV	50,9	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,6	1,6	4,5	2,8	1,7	-1,7	1,6
2003 I	47,1	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,6	1,9	1,7	-5,0	-1,5
II	47,5	43,9	10,4	4,7	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,3	1,3	-1,5	1,9
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,1	-0,8
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,8	1,5	4,9	3,2	1,7	-1,8	1,3
2004 I	46,6	43,1	10,3	4,6	3,2	25,0	21,5	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,5	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
III	46,2	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,2
IV	50,9	45,9	10,9	5,7	3,0	26,2	22,6	1,4	5,0	3,1	1,9	-1,3	1,7
2005 I	47,0	43,5	10,3	4,6	3,2	25,4	21,6	1,2	3,5	1,9	1,6	-4,5	-1,3
II	46,6	43,1	10,3	4,9	3,1	24,8	21,6	1,1	3,5	2,3	1,2	-1,5	1,6
III	46,0	42,5	9,9	4,7	3,0	24,8	21,5	1,2	3,5	2,4	1,1	-2,4	0,7
IV	51,0	46,0	11,1	5,7	2,9	26,3	22,6	1,3	5,0	3,1	1,8	-1,4	1,5
2006 I	45,8	42,5	10,1	4,4	3,0	25,0	21,4	1,1	3,3	1,9	1,4	-2,9	0,1

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

- 1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

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

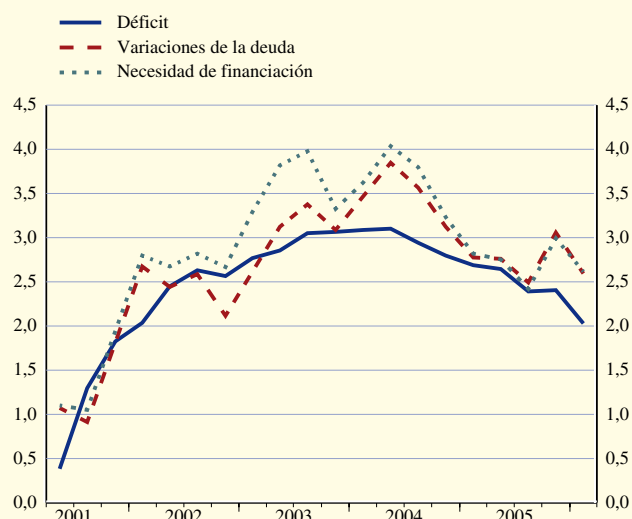
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2003 II	70,2	2,7	11,6	5,5	50,3
III	70,4	2,7	11,6	5,5	50,5
IV	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9
2004 I	70,8	2,1	12,4	5,5	50,9
II	71,6	2,2	12,3	5,5	51,6
III	71,4	2,3	12,1	5,6	51,5
IV	69,9	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 I	71,2	2,2	11,9	5,3	51,8
II	72,1	2,4	11,7	5,3	52,7
III	71,7	2,4	11,8	5,3	52,2
IV	70,7	2,4	11,7	4,9	51,7
2006 I	71,3	2,5	11,7	5,1	52,0

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	Préstamos 6	Valores 7	Acciones y otras participaciones 8			
2003 II	4,5	-1,5	3,0	3,3	2,0	0,1	0,0	1,2	0,1	-0,4	4,4
III	2,7	-4,1	-1,4	-1,2	-1,3	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	2,8
IV	-1,9	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,7	-1,4
2004 I	8,8	-5,0	3,8	2,1	1,4	0,0	0,2	0,5	-0,1	1,9	8,9
II	6,0	-1,6	4,4	4,0	3,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,3	6,0
III	1,6	-3,4	-1,8	-1,0	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,5	1,9
IV	-3,4	-1,3	-4,7	-3,4	-2,6	0,1	-0,1	-0,7	0,0	-1,3	-3,4
2005 I	7,3	-4,5	2,8	2,5	1,4	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	7,1
II	5,8	-1,5	4,3	3,7	2,7	0,3	0,3	0,4	0,2	0,5	5,6
III	0,6	-2,4	-1,8	-2,5	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,7	0,5
IV	-1,1	-1,4	-2,5	-0,8	-0,3	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-1,6	-1,0
2006 I	5,2	-2,9	2,3	1,6	1,1	0,1	0,7	-0,3	-0,2	0,9	5,4

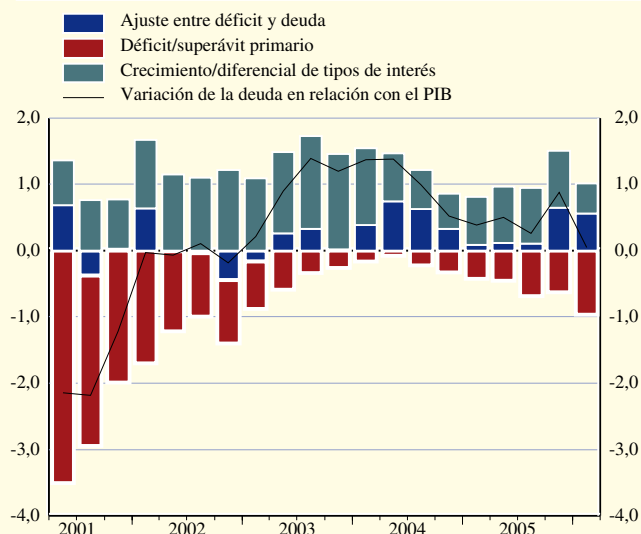
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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

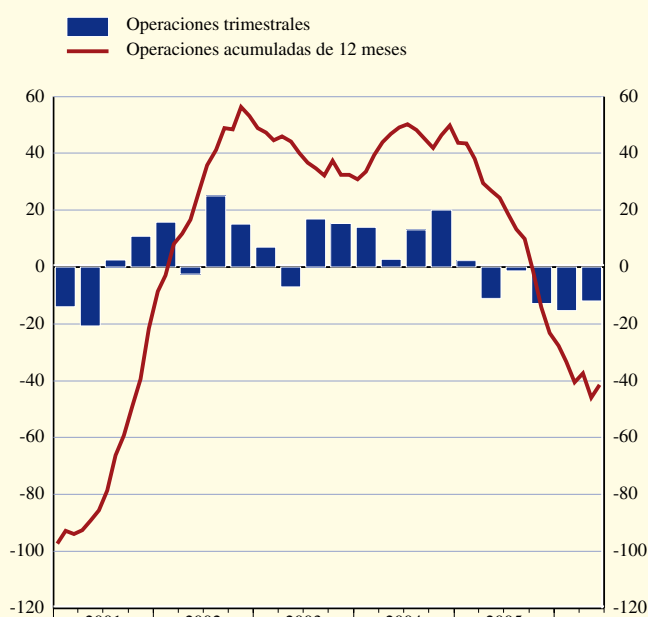
(mm de euros; operaciones netas)

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	-23,1	54,1	34,8	-43,8	-68,2	12,5	-10,6	79,1	-156,3	155,4	-15,2	76,5	18,8	-68,5
2005 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	-12,8	4,9	10,8	-12,3	-16,2	4,7	-8,1	-23,7	-20,2	-49,1	-8,8	45,6	8,8	31,9
2006 I	-15,2	-4,6	5,1	-0,7	-15,1	2,3	-12,9	84,6	-14,6	31,2	-8,5	69,9	6,6	-71,7
II	-12,0	5,9	12,4	-14,7	-15,6	2,0	-10,0	52,9	-10,0	110,6	-0,9	-45,4	-1,4	-42,9
2005 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	-7,5	1,7	4,7	-8,5	-5,5	0,6	-6,9	-12,8	-7,9	-1,9	-4,3	1,0	0,2	19,7
Nov	-5,6	1,5	2,9	-4,9	-5,0	0,9	-4,6	2,2	-3,9	-43,7	-0,3	48,9	1,2	2,4
Dic	0,3	1,7	3,2	1,1	-5,7	3,2	3,4	-13,2	-8,5	-3,6	-4,2	-4,3	7,4	9,7
2006 Ene	-11,4	-7,2	1,1	-0,9	-4,3	0,8	-10,6	4,0	0,9	-34,2	-2,8	42,3	-2,1	6,6
Feb	-0,9	0,4	2,3	0,2	-3,8	1,0	0,1	14,0	-26,9	19,1	-3,3	23,0	2,1	-14,2
Mar	-3,0	2,2	1,7	0,1	-6,9	0,5	-2,5	66,5	11,4	46,4	-2,4	4,6	6,6	-64,1
Abr	-7,3	0,4	3,2	-5,1	-5,9	0,5	-6,8	4,9	-1,9	-5,2	-5,6	18,8	-1,2	1,9
May	-11,5	0,9	4,1	-11,3	-5,2	0,7	-10,8	37,1	-0,4	49,3	2,3	-12,6	-1,7	-26,2
Jun	6,8	4,6	5,0	1,7	-4,6	0,8	7,6	11,0	-7,7	66,5	2,4	-51,7	1,5	-18,6
Jul	1,4	5,1	4,8	-1,5	-7,0	0,7	2,1	13,5	-8,9	2,1	2,1	18,9	-0,8	-15,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2006 Jul	-43,0	17,9	38,1	-30,8	-68,2	11,8	-31,3	160,8	-66,2	107,5	-17,9	124,8	12,6	-129,6

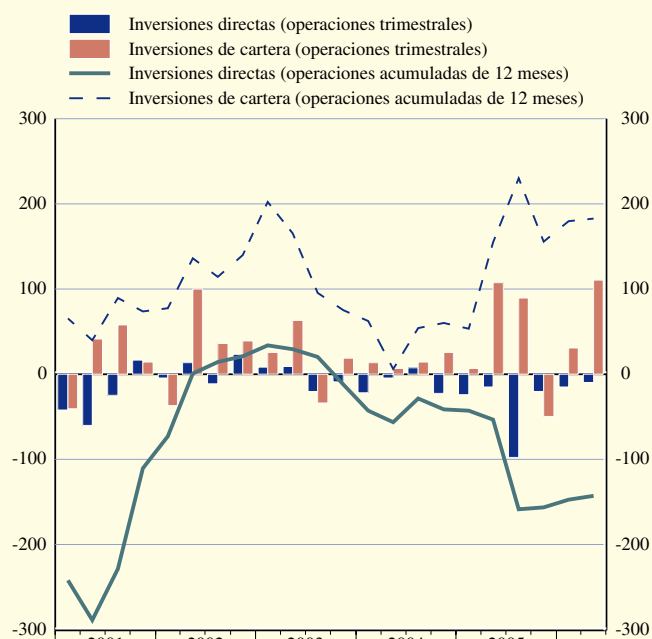
C30 Cuenta corriente

(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

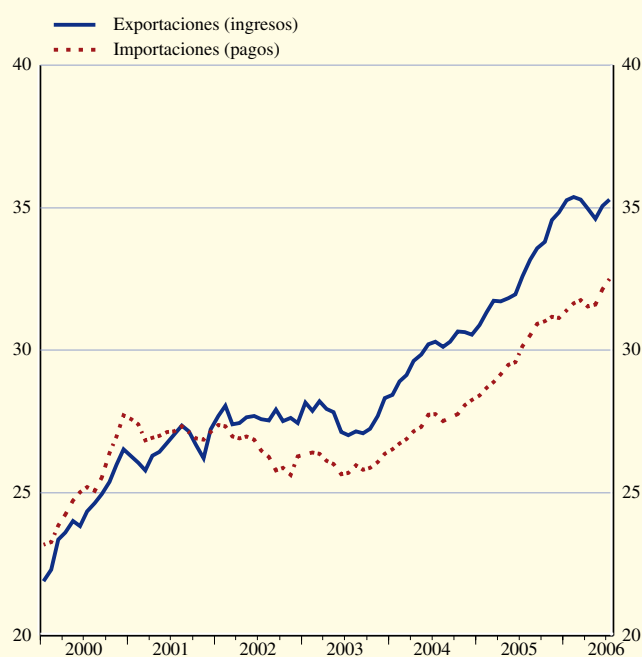
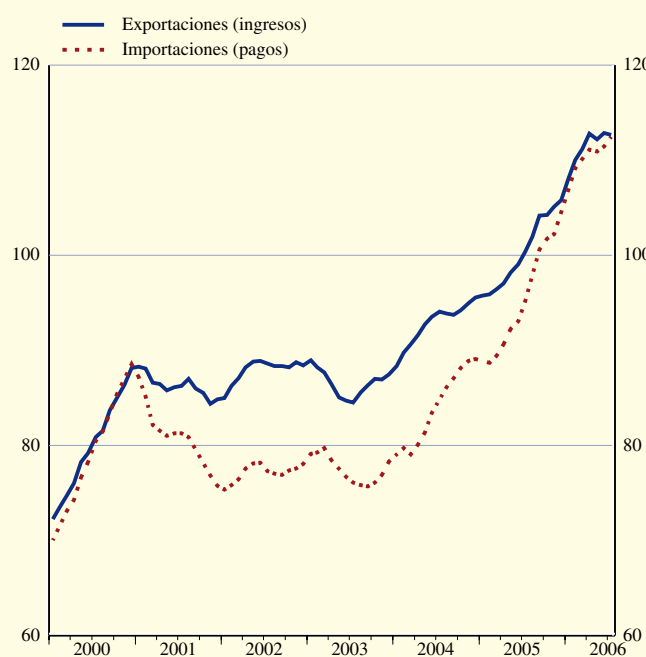
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	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	2.022,6	2.045,7	-23,1	1.220,0	1.166,0	397,3	362,5	321,6	365,4	83,6	151,8	23,4	10,9
2005 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	548,7	561,5	-12,8	327,4	322,4	105,8	95,0	93,3	105,7	22,2	38,4	8,1	3,5
2006 I	536,9	552,1	-15,2	328,1	332,7	96,0	90,9	83,6	84,3	29,2	44,3	5,3	3,0
II	572,7	584,8	-12,0	341,6	335,7	105,5	93,2	109,0	123,7	16,6	32,2	4,3	2,2
2006 May	196,6	208,1	-11,5	116,1	115,2	35,8	31,7	39,0	50,3	5,7	10,9	1,4	0,7
Jun	202,2	195,4	6,8	118,1	113,5	37,4	32,4	40,7	39,0	6,0	10,6	1,8	1,0
Jul	190,4	189,0	1,4	115,1	109,9	39,5	34,8	31,2	32,7	4,6	11,6	1,9	1,2
	Datos desestacionalizados												
2005 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	531,8	553,4	-21,5	317,4	313,1	104,5	93,4	88,1	107,9	21,9	39,1	.	.
2006 I	554,3	564,9	-10,6	333,5	330,2	105,8	95,3	89,3	96,6	25,7	42,9	.	.
II	566,3	567,8	-1,5	338,6	334,3	105,1	96,4	101,8	102,2	20,8	34,9	.	.
2005 Nov	179,6	191,0	-11,4	106,5	103,9	35,8	31,6	30,2	42,5	7,1	13,0	.	.
Dic	181,0	184,0	-3,0	108,5	106,9	34,3	30,7	30,1	32,2	7,9	14,2	.	.
2006 Ene	177,2	178,2	-1,0	109,0	109,3	35,6	32,0	29,4	29,2	3,2	7,7	.	.
Feb	193,7	198,4	-4,7	112,5	111,2	36,2	32,3	28,1	31,9	16,9	23,0	.	.
Mar	183,5	188,4	-4,9	112,1	109,7	34,0	31,0	31,8	35,4	5,6	12,3	.	.
Abr	183,0	182,2	0,9	113,8	112,4	34,7	31,3	28,1	26,1	6,4	12,4	.	.
May	190,4	198,1	-7,6	110,7	110,6	35,1	32,5	37,6	42,8	7,0	12,2	.	.
Jun	192,8	187,5	5,2	114,0	111,3	35,3	32,5	36,0	33,3	7,4	10,4	.	.
Jul	187,6	192,3	-4,8	113,3	115,4	35,4	32,4	32,8	32,2	6,1	12,3	.	.

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	15,4	9,3	306,2	356,1	97,4	97,6	13,0	13,2	30,8	71,1	79,8	79,3	85,2	94,9
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	2,5	89,3	103,2	31,3	34,4	3,9	3,9	7,3	13,8	21,3	23,0	25,4	28,1
2006 I	4,0	1,7	79,6	82,5	18,5	13,7	4,3	3,3	7,9	15,9	22,6	20,2	26,3	29,5

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	-232,7	-171,9	-9,2	-162,7	-60,7	0,4	-61,1	76,4	45,7	-0,1	45,8	30,7	1,1	29,7
2005 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	-47,2	-33,0	-0,1	-32,9	-14,2	0,2	-14,4	27,0	18,0	-1,7	19,7	9,0	0,4	8,6
2006 I	-42,0	-34,6	-1,4	-33,2	-7,4	0,6	-8,0	27,4	23,3	0,6	22,7	4,1	-0,3	4,5
II	-37,2	-23,6	-5,0	-18,6	-13,6	-0,9	-12,7	27,2	16,1	0,7	15,4	11,1	0,5	10,6
2005 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	-11,5	-0,7	0,3	-1,1	-10,8	0,0	-10,8	3,7	5,9	0,2	5,7	-2,2	0,3	-2,5
Nov	-8,6	-5,9	0,2	-6,1	-2,7	0,0	-2,7	4,8	3,6	-1,7	5,2	1,2	0,2	1,0
Dic	-27,0	-26,4	-0,7	-25,7	-0,7	0,2	-0,9	18,6	8,5	-0,2	8,7	10,0	0,0	10,1
2006 Ene	-4,1	5,9	-0,5	6,4	-10,0	0,1	-10,1	5,0	6,3	0,2	6,2	-1,4	0,3	-1,7
Feb	-36,0	-31,0	-1,3	-29,7	-5,0	0,3	-5,3	9,1	11,2	0,3	10,9	-2,1	0,2	-2,3
Mar	-2,0	-9,6	0,3	-9,9	7,6	0,3	7,4	13,4	5,8	0,1	5,6	7,6	-0,9	8,4
Abr	-12,8	-2,6	-1,6	-1,0	-10,2	-0,3	-9,9	10,8	3,9	0,2	3,8	6,9	0,1	6,8
May	-15,4	-13,7	-3,1	-10,7	-1,7	-0,3	-1,4	15,0	9,8	0,4	9,4	5,3	0,2	5,0
Jun	-9,0	-7,3	-0,4	-6,9	-1,7	-0,3	-1,5	1,4	2,4	0,1	2,3	-1,1	0,2	-1,3
Jul	-12,3	-11,0	-1,1	-9,9	-1,3	0,0	-1,2	3,5	3,3	0,2	3,1	0,2	-0,2	0,3

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario					
	Activos			Pasivos	Activos			Pasivos	Activos				Pasivos		
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	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	-124,9	-3,9	279,5	-0,7	-124,6	-161,4	-0,5	255,8	0,1	-11,6	-3,8	0,1	62,9
2005 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
2005 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
2005 IV	0,0	-4,8	-53,9	-0,9	62,5	0,6	-28,1	-36,4	-0,1	26,4	0,1	-1,4	5,8	5,9	-19,8
2006 I	0,0	-17,8	-80,1	-0,6	121,3	-0,1	-52,4	-34,8	-0,2	85,6	0,7	2,0	-9,7	-3,8	16,6
2006 II	0,0	11,5	1,9	.	42,0	-0,1	-19,8	-26,2	.	110,4	-2,2	-8,8	-1,2	.	3,2
2005 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
2005 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
2005 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
2005 Oct	0,0	4,6	-10,8	-	4,5	0,6	-17,4	-14,8	-	24,7	0,0	6,4	4,0	-	5,3
2005 Nov	0,0	-6,7	-21,4	-	10,6	0,1	-3,6	-15,7	-	5,5	0,1	-5,1	0,0	-	-7,4
2005 Dic	0,0	-2,7	-21,7	-	56,4	-0,2	-7,1	-5,9	-	-3,7	0,0	-2,7	1,8	-	-17,7
2006 Ene	0,0	-5,4	-38,6	-	35,0	0,2	-31,3	-1,9	-	1,3	0,4	2,7	-7,2	-	10,7
2006 Feb	0,0	-3,7	-23,8	-	35,9	-0,2	-7,2	-17,2	-	23,1	0,3	1,5	-2,3	-	12,7
2006 Mar	0,0	-8,7	-17,7	-	50,3	-0,1	-13,9	-15,7	-	61,3	0,0	-2,2	-0,2	-	-6,7
2006 Abr	0,0	2,6	-6,0	-	-8,8	0,2	-4,8	-14,5	-	24,6	-0,8	-7,3	-0,8	-	10,4
2006 May	0,0	3,4	9,5	-	-7,3	0,1	-10,0	-10,0	-	63,4	-1,3	-2,8	-1,7	-	6,0
2006 Jun	0,0	5,5	-1,5	-	58,1	-0,4	-5,0	-1,7	-	22,3	-0,1	1,3	1,2	-	-13,3
2006 Jul	0,0	2,3	-8,1	-	45,5	0,2	-10,5	-4,0	-	1,2	0,4	-18,3	-1,9	-	-4,6

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	-564,8	641,3	-1,2	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,3	477,0	-99,6	50,6	-285,6	426,4	-183,4	-22,4	160,6
2005 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
2005 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
2005 IV	-121,5	167,2	-0,8	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-73,7	113,3	-37,7	3,2	-36,0	110,1	-44,7	7,9	59,3
2006 I	-222,2	292,0	-3,4	9,7	7,5	3,8	-3,6	-136,2	222,0	-13,3	12,5	-122,9	209,5	-90,1	-12,9	63,9
2006 II	-125,3	79,9	0,5	1,4	-13,7	-13,9	-0,4	-63,3	13,5	-32,7	24,7	-30,5	-11,2	-48,8	2,8	65,4
2005 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
2005 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
2005 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
2005 Oct	-53,9	54,9	0,0	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-46,4	50,7	-3,8	1,2	-42,7	49,5	-8,2	3,5	3,4
2005 Nov	-149,6	198,5	-0,9	1,7	-1,2	1,3	0,2	-113,3	170,9	-0,9	-3,2	-112,4	174,1	-34,2	-6,0	25,7
2005 Dic	82,0	-86,3	0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	86,0	-108,3	-33,1	5,2	119,1	-113,5	-2,3	10,3	30,2
2006 Ene	-103,6	145,9	0,1	8,1	3,8	2,3	-2,4	-71,1	117,7	6,6	-1,0	-77,7	118,8	-36,4	-16,3	22,5
2006 Feb	-46,8	69,8	-4,4	0,2	1,3	1,0	-1,2	-4,0	36,3	-7,4	9,9	3,4	26,4	-39,7	-5,7	34,4
2006 Mar	-71,8	76,3	1,0	1,3	2,4	0,5	0,0	-61,1	68,0	-12,5	3,7	-48,6	64,3	-14,0	9,2	7,0
2006 Abr	-92,5	111,3	0,2	-2,3	-5,4	-5,1	4,3	-65,7	83,1	-6,2	10,2	-59,5	72,8	-21,5	2,0	26,2
2006 May	-78,5	66,0	0,0	5,5	-4,7	-5,1	-4,8	-46,4	42,0	-9,1	3,6	-37,3	38,4	-27,5	-6,9	23,3
2006 Jun	45,7	-97,4	0,3	-1,9	-3,5	-3,7	0,1	48,8	-111,6	-17,5	10,8	66,3	-122,4	0,2	7,7	15,9
2006 Jul	-53,6	72,6	0,8	0,1	7,0	6,9	1,8	-42,9	64,5	-13,1	7,6	-29,8	56,9	-18,6	-2,7	6,3

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	-1,0	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
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	-0,8	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0
2006 I	-3,4	0,0	9,6	0,1	0,0	7,8	4,0	3,8	-0,3	0,0	-3,2	-0,4

	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	-381,2	-4,0	475,0	2,0	-7,8	-163,3	-140,9	-22,4	-12,3	9,0	147,9	3,7
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	-77,0	3,3	118,0	-4,7	-1,7	-42,1	-49,9	7,9	-0,9	4,4	56,0	-1,1
2006 I	-132,3	-3,9	216,1	5,9	-3,4	-78,5	-65,7	-12,9	-8,1	4,9	53,8	5,2

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	18,8	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	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
2006 I	6,6	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,7	4,6	0,0	0,0

Fuente: BCE.

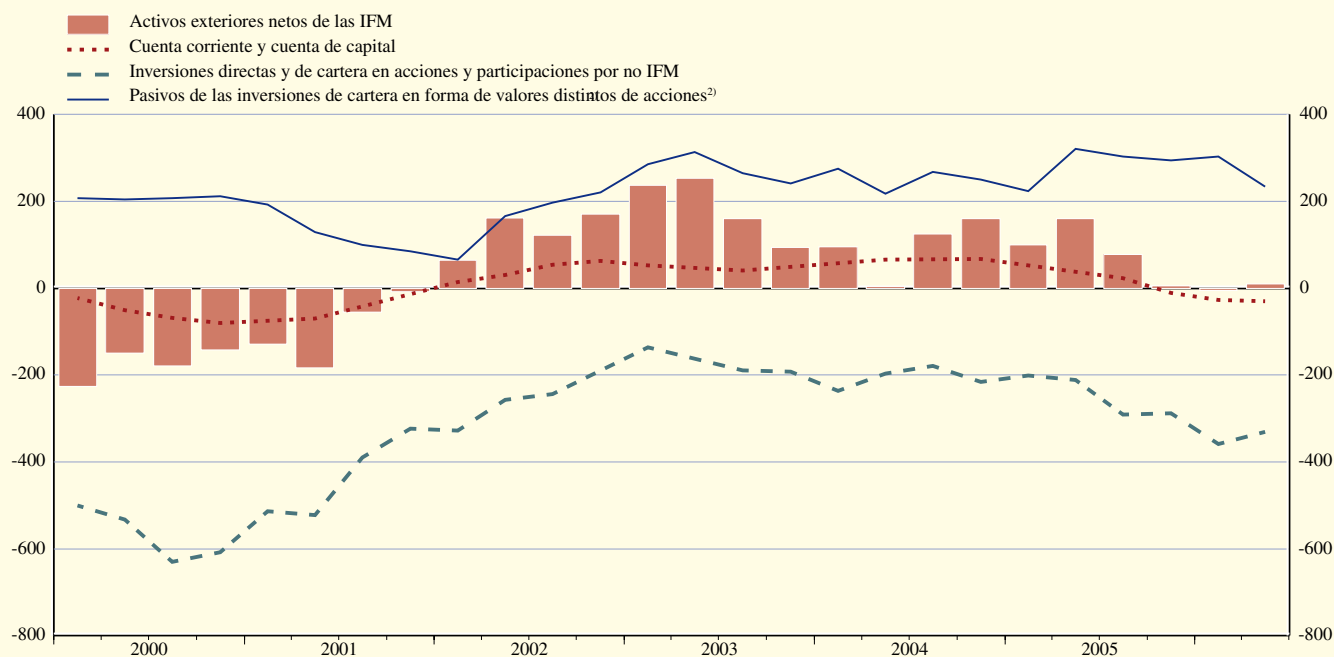
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 partici- paciones 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	93,7
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,8
2005	-10,6	-223,8	75,3	-290,1	236,3	294,6	-178,4	158,2	-15,2	-68,5	-22,3	5,6
2005 II	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	64,4
III	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,0	-19,2
IV	-8,1	-47,2	26,6	-84,5	47,8	2,8	-47,0	57,3	-8,8	31,9	-29,4	-15,1
2006 I	-12,9	-41,2	27,7	-124,6	116,1	80,2	-82,6	60,3	-8,5	-71,7	-57,2	-35,0
II	-10,0	-31,3	26,7	-25,6	35,4	109,3	-62,5	65,0	-0,9	-42,9	63,3	79,7
2005 Jul	3,8	-89,8	8,0	-31,0	118,4	2,8	-5,3	1,5	1,4	-4,8	5,1	0,0
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	-21,1
Oct	-6,9	-11,9	3,4	-21,5	-5,3	24,0	-7,5	5,3	-4,3	19,7	-5,0	-5,2
Nov	-4,6	-8,8	4,6	-37,2	10,6	-1,4	-35,4	25,9	-0,3	2,4	-44,4	-44,9
Dic	3,4	-26,5	18,6	-25,8	42,5	-19,8	-4,1	26,1	-4,2	9,7	19,9	35,0
2006 Ene	-10,6	-3,7	4,7	-47,7	31,3	4,4	-32,6	20,0	-2,8	6,6	-30,4	5,7
Feb	0,1	-35,0	8,9	-43,2	31,1	29,8	-38,4	33,3	-3,3	-14,2	-31,0	-19,2
Mar	-2,5	-2,6	14,2	-33,7	53,8	46,0	-11,6	7,0	-2,4	-64,1	4,2	-21,5
Abr	-6,8	-10,9	10,8	-21,3	-13,0	25,4	-27,0	30,5	-5,6	1,9	-15,8	-6,6
May	-10,8	-12,0	14,8	-2,2	-7,7	65,3	-32,2	18,5	2,3	-26,2	9,6	18,7
Jun	7,6	-8,4	1,1	-2,0	56,1	18,5	-3,3	16,0	2,4	-18,6	69,5	67,6
Jul	2,1	-11,1	3,6	-14,1	27,2	2,5	-11,5	8,1	2,1	-15,7	-6,8	-0,8
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2006 Jul	-31,3	-152,2	94,5	-292,9	263,4	233,0	-219,5	211,2	-17,9	-129,6	-41,2	9,5

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					
II 2005 a I 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.098,7	766,6	44,1	66,7	407,6	189,0	59,3	27,0	52,6	139,2	357,9	755,3
Bienes	1.269,6	438,6	29,8	45,5	212,1	151,1	0,1	16,5	34,2	70,7	190,5	519,0
Servicios	408,0	144,9	8,0	10,9	100,6	20,4	4,9	5,6	11,5	39,7	77,0	129,3
Renta	337,2	121,4	5,8	9,7	85,0	15,3	5,5	4,5	6,1	22,4	83,7	99,2
de la cual: rentas de la inversión	321,6	116,0	5,7	9,6	83,2	15,1	2,3	4,4	6,0	16,3	82,1	96,7
Transferencias corrientes	83,8	61,8	0,4	0,6	9,9	2,1	48,8	0,4	0,8	6,3	6,7	7,8
Cuenta de capital	23,9	20,8	0,0	0,0	0,9	0,1	19,7	0,0	0,1	0,5	0,6	1,9
Pagos												
Cuenta corriente	2.139,2	682,0	36,6	63,9	333,4	155,7	92,3	20,5	80,9	132,3	332,7	890,8
Bienes	1.235,2	352,4	26,2	42,5	160,0	123,7	0,0	9,8	52,0	62,8	120,9	637,4
Servicios	372,2	117,4	6,6	8,8	77,9	23,8	0,2	5,5	7,4	30,3	83,2	128,3
Renta	380,9	114,1	3,4	11,8	86,8	6,7	5,3	3,8	21,2	33,8	120,1	87,9
de la cual: rentas de la inversión	371,5	108,9	3,4	11,7	85,6	2,9	5,3	3,7	21,1	33,2	119,1	85,5
Transferencias corrientes	150,9	98,2	0,4	0,8	8,6	1,4	86,8	1,5	0,3	5,4	8,5	37,2
Cuenta de capital	10,1	1,3	0,0	0,1	0,9	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	1,2	6,9
Neto												
Cuenta corriente	-40,6	84,6	7,4	2,8	74,2	33,3	-33,0	6,5	-28,3	6,9	25,2	-135,5
Bienes	34,4	86,2	3,6	3,0	52,0	27,4	0,1	6,7	-17,8	8,0	69,6	-118,4
Servicios	35,9	27,5	1,4	2,1	22,7	-3,4	4,7	0,1	4,1	9,4	-6,2	1,0
Renta	-43,7	7,3	2,4	-2,1	-1,8	8,6	0,2	0,7	-15,1	-11,4	-36,4	11,3
de la cual: rentas de la inversión	-49,9	7,1	2,4	-2,1	-2,4	12,2	-3,0	0,7	-15,1	-16,9	-37,0	11,2
Transferencias corrientes	-67,1	-36,4	0,0	-0,2	1,2	0,7	-38,1	-1,0	0,5	1,0	-1,8	-29,4
Cuenta de capital	13,8	19,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	19,5	-0,1	0,0	0,0	-0,7	-5,0

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						
II 2005 a I 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-147,2	-99,0	-2,4	8,7	-93,8	-11,6	0,1	1,3	2,1	4,5	4,3	-18,0	-42,4
En el exterior	-233,5	-152,2	-2,3	-0,3	-124,6	-24,9	0,0	-4,6	-0,7	-0,8	-13,0	-16,3	-46,0
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-183,2	-140,0	-4,6	-6,6	-104,1	-24,8	0,0	-3,9	-0,6	-4,6	10,0	-6,8	-37,4
Otro capital	-50,3	-12,2	2,3	6,3	-20,6	-0,1	0,0	-0,7	0,0	3,8	-23,1	-9,5	-8,6
En la zona del euro	86,4	53,1	-0,1	9,1	30,8	13,2	0,1	5,9	2,7	5,3	17,4	-1,7	3,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	51,0	39,2	-0,5	7,8	29,9	1,9	0,0	4,8	2,3	-0,4	-3,7	5,2	3,7
Otro capital	35,4	14,0	0,4	1,2	0,9	11,3	0,1	1,1	0,4	5,8	21,0	-6,9	0,0

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (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						
II 2005 a I 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-509,5	-182,2	-7,8	-12,0	-136,3	-16,4	-9,7	-9,7	-28,8	-0,3	-98,6	-73,1	-116,9
Acciones y participaciones	-189,7	-35,3	0,3	-5,2	-29,8	-0,6	0,0	-4,3	-26,1	0,8	-43,7	-18,0	-63,2
Valores distintos de acciones	-319,8	-146,9	-8,1	-6,8	-106,6	-15,7	-9,7	-5,3	-2,7	-1,1	-54,9	-55,1	-53,7
Bonos y obligaciones	-297,2	-112,2	-6,5	-6,4	-69,9	-18,8	-10,5	-5,4	-13,0	-0,8	-65,4	-49,0	-51,4
Inst. del mercado monetario	-22,6	-34,7	-1,6	-0,4	-36,7	3,1	0,8	0,1	10,3	-0,3	10,5	-6,2	-2,3

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							
II 2005 a I 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	108,3	3,9	-5,2	14,6	-11,2	-12,3	18,0	-6,8	24,7	-21,7	37,8	29,0	12,2	29,2
Activos	-608,7	-393,7	-11,2	7,5	-360,7	-27,7	-1,7	-8,2	3,3	-34,1	-24,5	-68,2	-2,3	-81,1
AAPP	5,3	-0,5	0,6	-0,2	-1,8	1,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,3	-1,4	6,3
IFM	-399,8	-221,8	-9,5	6,4	-191,0	-26,3	-1,4	-6,7	4,2	-27,4	-32,9	-51,1	-0,5	-63,5
Otros sectores	-214,2	-171,4	-2,3	1,3	-167,9	-2,6	0,1	-1,4	-0,8	-6,7	7,8	-17,3	-0,4	-23,9
Pasivos	717,0	397,6	6,0	7,0	349,5	15,4	19,7	1,4	21,4	12,4	62,3	97,2	14,5	110,3
AAPP	-6,4	-2,3	0,0	0,0	-2,6	0,0	0,4	0,0	-0,1	-3,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4
IFM	514,1	220,7	5,4	6,0	188,4	13,4	7,6	1,9	20,7	7,4	38,0	95,2	14,8	115,4
Otros sectores	209,3	179,2	0,7	1,1	163,7	2,0	11,8	-0,5	0,8	8,0	24,5	2,0	0,0	-4,7

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 IV	-1.061,1	-13,3	259,1	-1.306,9	-16,8	-316,6	320,1
2006 I	-1.215,1	-14,6	282,4	-1.425,4	-3,9	-395,3	327,1
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 IV	10.511,3	131,4	2.564,9	3.758,2	232,0	3.636,1	320,1
2006 I	11.044,9	133,0	2.608,6	3.978,7	280,4	3.850,1	327,1
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.147,3	116,3	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 IV	11.572,4	144,7	2.305,8	5.065,1	248,8	3.952,7	-
2006 I	12.260,0	147,7	2.326,2	5.404,0	284,3	4.245,4	-

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 IV	2.038,6	156,7	1.881,9	526,2	4,8	521,4	1.683,4	49,9	1.633,5	622,4	4,7	617,7
2006 I	2.085,0	155,8	1.929,2	523,6	4,7	518,9	1.718,2	48,2	1.670,1	608,0	4,3	603,7

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				Activos							
	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 IV	2,9	105,4	23,3	1.521,3	2.438,0	6,7	698,4	9,9	1.076,8	2.319,2	0,8	251,7	0,3	60,7	307,9		
2006 I	2,9	125,0	24,3	1.645,2	2.684,3	6,7	736,9	9,8	1.110,2	2.378,6	0,2	246,3	4,1	67,0	341,1		

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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 IV	5,4	0,2	80,1	0,2	1,3	56,1	46,0	10,0	41,8	0,0	41,1	3,6	
2006 I	8,2	0,2	89,5	0,3	1,3	48,2	41,9	6,3	41,7	0,0	39,6	3,3	

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
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 IV	2.447,4	56,2	3.039,5	54,0	176,9	723,1	363,9	359,2	127,8	124,6	544,9	64,7
2006 I	2.574,9	55,5	3.234,7	54,6	183,0	803,0	431,5	371,5	134,1	130,5	614,6	78,4

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 IV	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 I	327,1	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	0,5	71,2	31,9	0,1	0,0	27,7	-19,4
2006 May	333,2	188,3	370,982	4,2	6,2	134,5	4,9	25,0	104,0	-	-	-	0,6	0,0	25,9	-20,4
Jun	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	-	-	-	0,2	0,0	26,9	-19,0
Jul	330,1	183,3	369,890	4,2	7,6	135,0	4,4	25,6	104,9	-	-	-	0,1	0,0	26,3	-19,7
Ago	326,4	179,4	369,671	4,4	7,3	135,3	3,9	23,2	108,1	-	-	-	0,2	0,0	26,2	-19,7
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 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 I	40,6	11,2	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5
2006 May	41,2	10,8	21,312	0,2	0,0	30,2	1,2	6,2	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,0
Jun	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,5	0,0
Jul	41,0	10,6	21,312	0,2	0,0	30,3	1,1	4,5	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,7
Ago	40,4	10,3	21,312	0,2	0,0	29,8	0,7	4,4	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,5	512,5	227,8	309,6	949,2	984,7	559,5	163,2	234,5	717,9	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,2	222,8	300,5	925,1	990,6	554,2	164,1	240,9	716,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.147,3	547,7	247,0	313,4	997,3	1.075,3	604,7	183,5	256,1	770,0	129,5
2005	7,4	12,7	1.237,5	588,3	266,7	331,0	1.068,9	1.217,1	697,7	202,7	273,5	842,7	184,4
2005 I	3,3	8,9	291,7	138,5	62,9	78,4	255,3	278,8	158,9	44,7	64,4	198,3	37,1
II	6,2	11,2	302,6	144,5	64,2	81,2	257,9	293,0	167,5	49,9	66,4	201,0	41,6
III	10,0	15,1	319,1	150,6	70,3	85,2	276,0	318,5	184,2	53,1	70,3	218,1	52,7
IV	9,8	15,1	324,2	154,7	69,4	86,3	279,8	326,7	187,2	55,0	72,4	225,3	53,0
2006 I	16,5	23,0	333,1	159,2	70,8	89,0	285,0	336,4	196,7	51,6	73,6	224,4	55,8
II	9,5	14,5	338,1	160,3	71,1	88,6	290,2	342,6	201,5	51,1	74,3	232,1	55,4
2006 Feb	15,4	23,1	110,2	52,8	23,5	29,6	95,0	113,0	65,8	17,3	24,3	75,5	17,7
Mar	18,7	22,5	112,3	53,9	23,4	29,9	94,9	112,4	66,4	17,0	24,7	74,3	19,8
Abr	5,7	9,3	112,4	53,3	23,5	29,1	96,5	113,6	65,4	17,0	24,4	76,8	17,6
May	14,3	19,9	112,5	53,4	23,8	29,8	96,4	114,0	67,8	17,2	25,0	77,2	19,4
Jun	8,6	14,4	113,2	53,6	23,8	29,7	97,3	115,0	68,3	16,9	25,0	78,1	18,4
Jul	7,3	14,0	110,7	52,2	23,4	29,5	93,4	117,1	67,7	17,1	24,9	77,2	.
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	108,3	98,2	98,9	89,6	104,2	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,8	109,3	101,9	100,6	95,2	110,3	100,0	104,9
2004	9,1	6,7	118,3	115,4	121,2	119,8	118,3	108,0	104,3	107,8	118,5	107,5	105,7
2005	4,4	4,5	124,0	119,2	129,3	123,8	124,2	113,4	106,9	119,9	123,3	115,2	109,6
2005 I	1,0	2,5	118,8	114,4	123,2	119,2	120,0	109,3	105,1	107,4	119,1	110,1	108,2
II	4,2	5,3	122,3	118,3	124,9	122,3	120,6	111,9	106,0	119,2	121,7	111,1	106,1
III	6,7	5,4	127,1	121,2	135,7	126,6	127,6	115,6	108,3	124,2	125,4	118,4	113,3
IV	5,6	4,8	128,0	122,9	133,4	127,1	128,6	116,7	108,1	128,6	127,2	121,3	110,7
2006 I	11,3	8,7	129,5	124,8	134,7	129,7	129,8	116,5	109,5	118,1	128,0	118,7	108,9
II	5,3	3,8	131,4	125,5	135,8	128,4	132,2	118,5	110,4	120,1	130,9	123,5	102,7
2006 Feb	10,5	8,4	128,8	124,2	134,2	129,7	129,9	116,7	109,4	119,5	126,7	119,8	101,2
Mar	13,6	10,1	130,8	126,5	133,5	130,2	129,3	117,0	110,5	117,0	129,0	117,9	116,0
Abr	1,6	-1,7	131,2	125,3	135,1	126,5	132,0	117,3	107,4	118,3	127,6	122,0	99,5
May	9,1	7,1	131,1	125,3	135,5	129,8	131,5	118,3	111,6	121,3	131,6	123,0	108,0
Jun	5,2	5,9	131,9	125,9	137,0	128,8	133,0	119,9	112,3	120,8	133,4	125,5	100,5
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasas 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	95,7	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	99,5	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	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2005 I	2,3	6,2	97,9	98,4	94,4	100,1	97,1	99,5	102,4	91,1	97,9	96,7	111,7
II	2,0	5,5	98,6	99,2	95,1	101,0	97,6	102,2	107,0	91,5	98,8	97,1	128,0
III	3,0	9,2	100,1	100,9	95,8	102,4	98,7	107,5	115,2	93,5	101,5	98,9	151,6
IV	4,0	9,8	101,0	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,2	93,5	103,0	99,7	156,0
2006 I	4,7	13,2	102,5	103,6	97,1	104,5	100,3	112,7	121,6	95,5	104,1	101,5	167,0
II	4,0	10,4	102,6	103,7	96,8	105,0	100,2	112,8	123,6	93,0	102,8	100,9	175,8
2006 Feb	4,5	13,6	102,4	103,5	97,0	104,4	100,1	113,3	122,2	95,1	104,2	101,4	171,1
Mar	4,5	11,3	102,7	103,9	97,0	104,8	100,4	112,4	122,0	95,4	103,8	101,6	167,0
Abr	4,1	11,2	102,5	103,5	96,6	104,9	100,1	113,4	123,7	94,2	103,6	101,4	172,7
May	4,8	11,9	102,7	103,9	97,3	104,8	100,3	112,8	123,5	93,0	103,0	101,1	175,8
Jun	3,2	8,0	102,6	103,7	96,5	105,2	100,2	112,2	123,5	91,9	101,8	100,2	179,0
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,0	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	101,0
2004	1.147,3	25,7	41,8	203,9	128,0	35,6	66,1	31,8	173,7	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,3
2005	1.237,5	28,6	44,9	202,9	142,3	43,1	70,2	34,6	184,8	43,6	34,0	165,9	72,9	46,8	123,0
2005 I	291,7	6,7	11,0	49,9	33,3	9,8	17,4	8,0	43,3	10,2	8,5	39,0	17,1	11,0	26,6
II	302,6	7,0	11,1	49,8	33,8	10,7	16,9	8,2	45,5	10,1	8,4	40,5	17,2	11,2	32,4
III	319,1	7,3	11,4	51,5	36,2	11,4	17,9	9,1	47,3	11,5	8,5	44,1	19,3	12,3	31,3
IV	324,2	7,6	11,4	51,7	39,0	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,3	19,2	12,3	32,7
2006 I	333,1	7,5	11,6	52,8	40,9	12,1	18,0	9,7	50,4	12,5	8,8	43,9	19,0	13,3	32,5
II	338,1	7,7	12,2	54,1	42,8	12,7	18,3	9,8	48,9	12,6	8,4	44,7	19,0	13,4	33,5
2006 Feb	110,2	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	112,3	2,5	3,9	17,7	13,7	4,1	5,9	3,3	16,9	4,2	2,8	14,5	6,2	4,3	12,2
Abr	112,4	2,4	4,0	17,9	14,5	4,0	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	15,3	6,3	4,5	10,8
May	112,5	2,6	4,1	17,9	14,1	4,3	6,1	3,3	16,4	4,2	2,8	14,3	6,3	4,1	11,9
Jun	113,2	2,7	4,1	18,3	14,2	4,3	6,1	3,3	15,9	4,3	2,8	15,1	6,4	4,8	10,8
Jul	110,7	.	.	.	.	4,2	6,3	3,0	15,7	4,1	2,7	14,1	6,3	4,0	.
<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	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
2002	984,7	23,0	35,6	149,7	93,5	42,1	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,9	67,8	39,4	80,9
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	1.075,3	25,3	39,6	144,0	107,1	56,4	53,4	22,8	113,8	92,1	53,9	162,9	72,8	45,1	86,0
2005	1.217,1	25,4	41,9	151,4	116,7	75,4	58,1	24,8	120,4	117,6	52,9	188,6	95,2	53,1	95,6
2005 I	278,8	6,1	10,0	36,2	27,2	17,1	13,5	6,3	28,7	26,2	12,9	41,4	20,3	12,1	20,8
II	293,0	6,4	10,3	36,8	28,6	18,1	14,4	5,8	30,0	27,8	12,5	46,6	21,9	12,2	21,6
III	318,5	6,3	10,6	39,0	29,9	19,9	15,0	6,1	30,8	31,2	13,7	49,5	26,8	13,9	25,8
IV	326,7	6,5	11,0	39,4	31,0	20,3	15,1	6,6	30,9	32,4	13,8	51,1	26,2	14,9	27,4
2006 I	336,4	6,7	11,3	40,9	32,3	23,6	15,1	6,7	31,9	33,5	13,9	52,8	26,7	15,6	25,2
II	342,6	6,6	11,5	43,1	34,1	24,6	15,4	7,5	31,7	34,4	13,7	52,0	26,6	15,7	25,9
2006 Feb	113,0	2,1	3,8	13,7	11,0	7,7	5,0	2,3	10,7	11,1	4,8	17,4	9,2	5,3	8,9
Mar	112,4	2,3	3,7	13,9	10,7	8,2	5,0	2,3	10,5	11,2	4,5	17,2	8,9	5,2	8,6
Abr	113,6	2,2	3,8	14,6	11,3	7,8	5,0	2,6	10,5	11,2	4,4	17,3	8,6	5,1	9,3
May	114,0	2,2	3,8	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,3	4,5	17,8	9,1	5,2	7,5
Jun	115,0	2,2	3,8	13,8	11,5	8,4	5,2	2,5	10,7	11,9	4,8	16,9	8,9	5,4	9,0
Jul	117,1	.	.	.	.	7,5	5,2	2,3	10,6	11,6	4,6	17,5	9,1	5,5	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,5	9,6	6,2	4,8	2,0	9,9	9,6	4,4	15,5	7,8	4,4	7,8
Saldo															
2002	98,7	2,3	1,5	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,7	-2,4	-8,3	4,0	19,5
2003	69,5	1,1	1,7	56,0	15,6	-18,2	12,9	5,6	56,0	-39,3	-20,9	-5,2	-9,4	-1,9	15,4
2004	72,0	0,5	2,2	59,9	20,9	-20,8	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,0	-9,0	-4,8	27,3
2005	20,4	3,2	2,9	51,5	25,6	-32,3	12,1	9,8	64,4	-74,0	-18,9	-22,7	-22,4	-6,4	27,4
2005 I	12,9	0,6	1,0	13,8	6,1	-7,3	3,9	1,7	14,6	-16,0	-4,5	-2,4	-3,2	-1,2	5,8
II	9,5	0,6	0,9	13,0	5,2	-7,4	2,5	2,3	15,4	-17,7	-4,1	-6,2	-4,7	-1,0	10,7
III	0,5	1,0	0,7	12,4	6,3	-8,5	2,9	2,9	16,5	-19,7	-5,1	-5,4	-7,5	-1,6	5,5
IV	-2,6	1,0	0,4	12,3	8,1	-9,1	2,9	2,8	17,9	-20,6	-5,2	-8,7	-7,0	-2,6	5,3
2006 I	-3,3	0,8	0,3	11,9	8,5	-11,5	2,9	3,0	18,5	-21,1	-5,1	-8,9	-7,7	-2,3	7,4
II	-4,5	1,2	0,7	11,0	8,7	-11,9	2,9	2,3	17,2	-21,8	-5,3	-7,3	-7,6	-2,3	7,6
2006 Feb	-2,7	0,4	0,1	3,7	2,7	-3,7	0,9	1,0	5,9	-6,9	-1,8	-2,5	-2,7	-0,9	1,0
Mar	-0,1	0,2	0,2	3,8	3,0	-4,1	0,9	1,0	6,4	-7,0	-1,7	-2,7	-2,7	-0,9	3,6
Abr	-1,2	0,2	0,2	3,2	3,3	-3,7	1,0	0,7	6,0	-7,0	-1,6	-2,0	-2,3	-0,6	1,4
May	-1,5	0,4	0,2	3,3	2,7	-4,1	1,0	0,8	5,9	-7,2	-1,7	-3,4	-2,8	-1,0	4,4
Jun	-1,8	0,5	0,3	4,4	2,7	-4,1	0,9	0,8	5,3	-7,6	-2,1	-1,8	-2,5	-0,6	1,8
Jul	-6,4	.	.	.	.	-3,2	1,1	0,7	5,2	-7,4	-1,9	-3,4	-2,8	-1,5	.

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

TIPOS DE CAMBIO

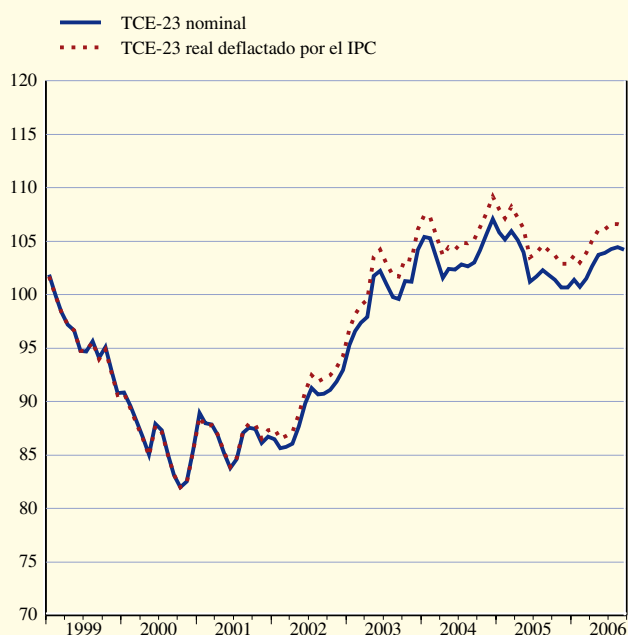
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8
2003	99,9	101,7	102,2	100,8	96,2	99,2	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,2	104,4	100,3	103,6	111,0	105,4
2005	102,9	105,2	103,6	103,2	98,3	101,5	109,5	103,5
2005 III	101,9	104,2	102,4	101,3	97,0	100,2	108,3	102,5
IV	100,9	103,1	101,1	103,0	95,7	99,0	107,2	101,1
2006 I	101,2	103,5	102,1	103,0	95,0	98,8	107,2	101,0
II	103,5	105,7	104,4	105,1	96,7	100,4	109,9	103,5
III	104,3	106,5	105,2	-	-	-	111,0	104,3
2005 Sep	101,8	104,1	101,9	-	-	-	108,2	102,4
Oct	101,4	103,7	101,5	-	-	-	107,8	101,8
Nov	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8
Dic	100,7	102,9	101,0	-	-	-	106,9	100,8
2006 Ene	101,4	103,7	101,9	-	-	-	107,5	101,4
Feb	100,7	103,0	101,7	-	-	-	106,6	100,5
Mar	101,5	103,9	102,5	-	-	-	107,4	101,3
Abr	102,7	105,1	103,7	-	-	-	108,6	102,4
May	103,8	106,1	104,7	-	-	-	110,3	103,8
Jun	103,9	106,1	104,7	-	-	-	110,9	104,2
Jul	104,3	106,6	105,3	-	-	-	111,0	104,5
Ago	104,4	106,6	105,3	-	-	-	111,1	104,3
Sep	104,2	106,4	105,1	-	-	-	110,9	104,1
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2006 Sep	-0,2	-0,2	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,2
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2006 Sep	2,4	2,2	3,1	-	-	-	2,4	1,6

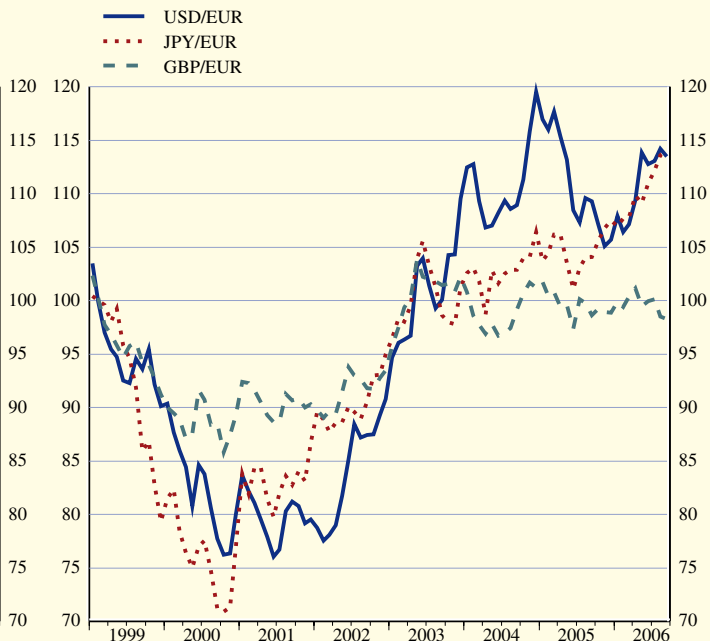
C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



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	0,68300	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
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
III	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
2006 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
Jul	7,4602	9,2170	0,68782	1,2684	146,70	1,5687	1.205,89	9,8600	2,0083	1,4303	7,9386	1,6869
Ago	7,4609	9,2098	0,67669	1,2811	148,53	1,5775	1.231,42	9,9627	2,0185	1,4338	7,9920	1,6788
Sep	7,4601	9,2665	0,67511	1,2727	148,99	1,5841	1.212,64	9,9051	2,0101	1,4203	8,2572	1,6839
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2006 Sep	0,0	0,6	-0,2	-0,7	0,3	0,4	-1,5	-0,6	-0,4	-0,9	3,3	0,3
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2006 Sep	0,0	-0,7	-0,4	3,8	9,5	2,2	-3,9	4,1	-2,4	-1,7	5,7	5,2
	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
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
III	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	239,62	37,842	1,9558	3,5415
2006 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
Jul	28,448	15,6466	0,57500	0,6960	3,4528	277,49	0,4293	3,9962	239,65	38,377	1,9558	3,5715
Ago	28,194	15,6466	0,57585	0,6960	3,4528	274,41	0,4293	3,9046	239,62	37,669	1,9558	3,5271
Sep	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	239,59	37,497	1,9558	3,5274
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2006 Sep	0,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	-0,5	0,0	0,0
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2006 Sep	-3,2	0,0	0,6	0,0	0,0	11,6	0,0	1,2	0,0	-2,5	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	
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	
III	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118	
2006 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	
Jul	10,1347	7,2509	94,33	11.582,39	4,6527	2,0551	66,291	34,1393	8,9892	48,197	1,9712	
Ago	10,2141	7,2893	90,08	11.649,96	4,7078	2,0220	65,712	34,2755	8,9034	48,192	1,8802	
Sep	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870	
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2006 Sep	-1,1	1,4	-0,9	0,0	-0,8	-3,8	-2,6	-0,6	6,2	-1,1	0,4	
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2006 Sep	1,8	-0,6	17,3	-7,1	1,2	11,1	-6,9	-2,1	21,3	-5,3	14,9	

Fuente: BCE.

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

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 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
II	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	3,1	4,6	1,9	2,2
2006 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
Jun	2,3	2,1	4,4	2,6	6,3	3,7	2,9	3,3	1,5	3,0	4,5	1,9	2,5
Jul	2,4	2,0	4,5	2,8	6,9	4,4	3,2	3,6	1,4	1,9	5,0	1,8	2,4
Ago	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	3,1	5,0	1,6	2,5
Déficit (-) / superávit de las AAPP en porcentaje del PIB													
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	-3,5
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB													
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													
2006 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
Jun	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	3,87	4,66	3,93	4,50
Jul	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	3,86	5,42	3,96	4,49
Ago	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	3,92	5,13	3,84	4,49
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2006 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
Jun	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	3,38	4,20	2,47	4,73
Jul	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	3,34	4,92	2,56	4,73
Ago	2,36	3,33	3,32	3,21	5,07	3,27	7,11	3,69	4,19	3,52	4,93	2,70	4,94
PIB real													
2004	4,2	1,9	8,1	3,9	8,6	7,0	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	3,7	3,1
2005	6,1	3,2	10,5	3,7	10,2	7,5	4,1	2,2	3,3	3,9	6,1	2,7	1,8
2005 IV	6,9	3,3	11,6	3,6	10,6	8,3	4,2	2,1	4,7	4,8	7,4	3,2	1,8
2006 I	7,1	2,8	11,6	3,4	13,1	8,5	4,3	-1,8	4,6	4,8	6,3	4,2	2,3
II	6,2	3,2	11,8	3,8	11,1	9,2	4,0	5,5	5,6	5,6	6,7	4,8	2,6
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2004	-6,5	2,4	-12,2	-4,9	-11,9	-6,4	-8,3	-6,0	-3,9	-3,1	-3,3	6,9	-1,5
2005	-1,9	2,7	-9,9	-5,3	-11,2	-5,6	-6,6	-7,8	-1,1	-2,4	-8,6	6,2	-2,0
2005 IV	-2,4	1,6	-7,9	-19,8	-13,8	-5,2	-5,4	-20,6	-1,2	-6,5	-14,9	5,5	-1,9
2006 I	0,4	-0,6	-12,6	-13,1	-12,8	-9,3	-6,1	-12,4	-1,6	-2,0	-7,6	8,2	-2,6
II	.	2,8	.	.	.	.	.	.	.	0,7	.	.	.
Costes laborales unitarios													
2004	1,8	0,3	4,4	0,8	6,6	0,7	5,2	1,1	-1,5	3,6	3,2	-0,6	2,1
2005	-0,6	1,0	2,7	1,5	5,8	3,8	.	-0,1	0,4	.	1,1	1,4	.
2005 IV	-1,3	1,4	4,3	-	-	6,8	-	-1,8	-	-	1,2	2,6	.
2006 I	-0,2	2,1	3,7	-	-	7,0	-	.	-	-	3,7	-1,5	.
II	.	1,9	5,1	-	-	.	-	.	-	-	1,8	0,1	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,6	10,4	11,4	6,1	7,4	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	7,1	5,3	7,9	6,9	7,5	7,3	17,2	6,8	15,7	7,7	5,0
2006 I	7,6	4,2	5,8	5,4	7,8	5,9	7,4	7,5	15,4	6,4	14,2	7,8	5,1
II	7,3	4,1	5,2	5,5	7,4	5,6	7,3	7,5	15,5	6,3	13,6	.	5,4
2006 Abr	7,4	4,2	5,4	5,3	7,5	5,8	7,4	7,5	15,7	6,4	13,7	.	5,3
May	7,3	4,1	5,1	5,6	7,4	5,5	7,2	7,4	15,6	6,3	13,6	.	5,4
Jun	7,1	4,0	5,1	5,6	7,3	5,4	7,2	7,5	15,3	6,2	13,5	.	5,4
Jul	7,2	3,7	4,2	5,5	7,4	5,6	7,5	7,3	15,1	6,1	13,2	.	.
Ago	7,1	3,7	4,2	5,5	7,2	5,7	7,6	7,4	15,0	6,0	13,1	.	.

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

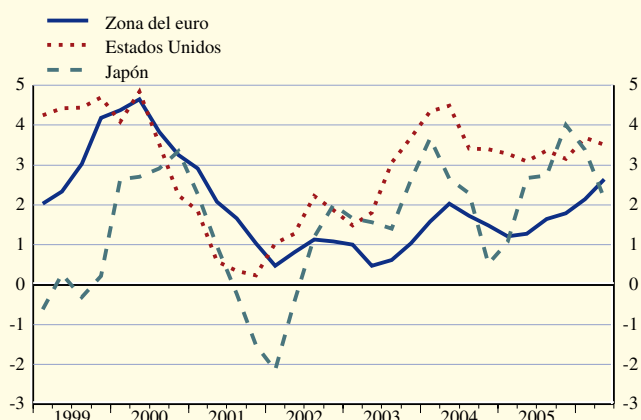
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 bancarios 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	0,3	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	0,8	2,5	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	0,1	3,9	5,0	5,5	5,0	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	3,4	0,5	3,2	3,9	5,1	6,1	3,56	4,28	1,2441	-3,8	49,0
2005 III	3,8	0,3	3,4	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,4	48,6
IV	3,7	-0,9	3,1	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,7	49,0
2006 I	3,6	2,1	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,9	49,6
II	4,0	2,3	3,5	5,7	4,6	9,1	5,21	5,07	1,2582	.	.
III	.	.	.	.	.	.	5,43	4,90	1,2743	.	.
2006 May	4,2	-	-	5,3	4,6	9,2	5,18	5,10	1,2770	-	-
Jun	4,3	-	-	5,9	4,6	9,4	5,38	5,10	1,2650	-	-
Jul	4,1	-	-	6,1	4,8	9,5	5,50	5,10	1,2684	-	-
Ago	3,8	-	-	5,6	4,7	9,2	5,42	4,88	1,2811	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	5,38	4,72	1,2727	-	-
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	-0,2	-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	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 III	-0,3	0,3	2,8	-0,2	4,3	1,7	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	-0,7	-2,1	4,0	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	-0,1	-1,6	3,4	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
II	0,2	-2,4	2,5	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 May	0,1	-3,3	-	4,0	4,0	1,3	0,19	1,91	142,70	-	-
Jun	0,5	-2,5	-	5,0	4,2	1,2	0,32	1,87	145,11	-	-
Jul	0,3	.	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
Ago	0,9	.	-	6,0	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
Sep	.	.	-	.	.	.	0,42	1,68	148,99	-	-

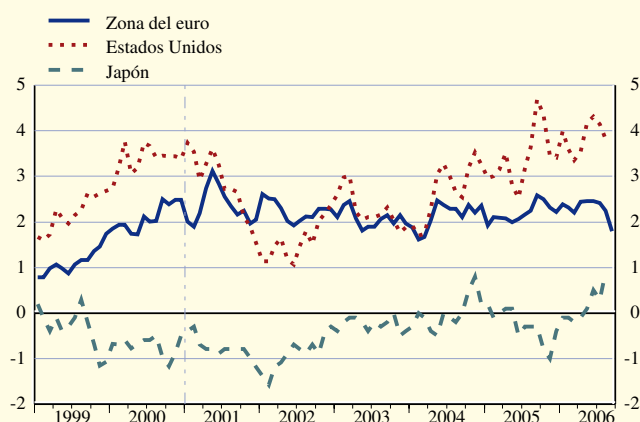
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

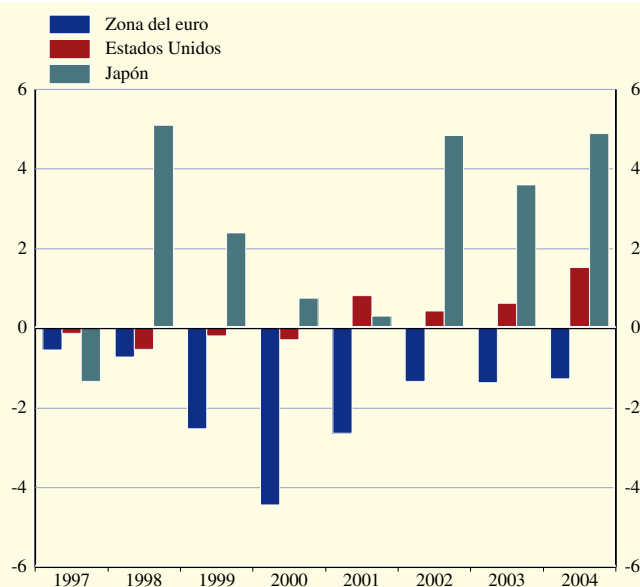
9.2 En Estados Unidos y Japón
(en porcentaje del PIB)

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	-0,2	13,0	4,4	11,4	7,3
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,4	13,5	7,4	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,2	7,9	2,6	-0,7	13,8	4,7	9,6	9,7
2004 III	13,4	19,5	-5,6	7,0	6,7	6,0	8,1	4,3	0,2	13,6	6,8	11,1	8,7
2004 IV	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,7	13,6	7,4	11,3	11,8
2005 I	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,2	13,6	5,5	10,0	8,5
2005 II	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,7	9,4	10,4
2005 III	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,3	13,9	5,2	10,0	10,4
2005 IV	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,3	13,6	3,6	9,1	9,7
2006 I	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,7	13,6	5,0	9,1	9,3
2006 II	14,5	20,3	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,2	2,4	-1,4	13,3	2,4	8,8	8,1
Japón													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	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	.	-7,4	-4,9	.	2,9	.	0,8
2004 III	23,9	23,0	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	.	.	.	-15,4	.	-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	.	.	.	16,0	.	-17,2	-19,9	.	15,7	.	3,6
2006 I	.	23,7	.	.	.	12,1	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
2006 II	.	23,4	.	.	.	-19,5	.	-16,2	1,3	.	9,5	.	-9,3

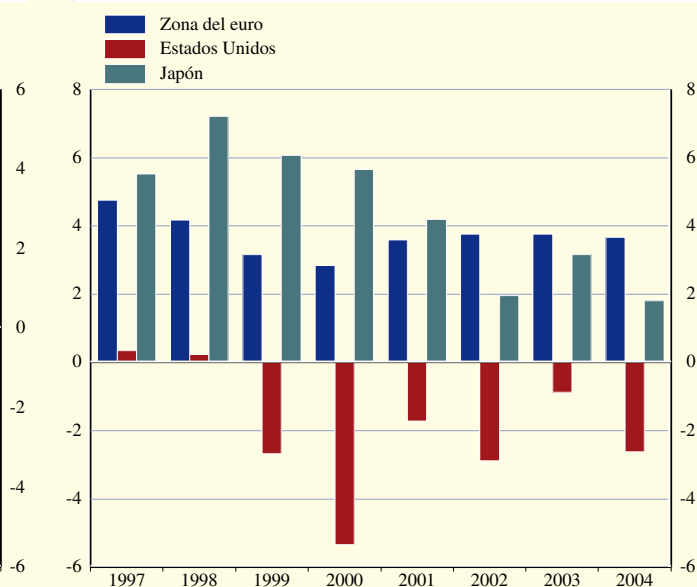
C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(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:

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

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 derivan 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:

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

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 4 de octubre 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 emitidos.

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 de finan-

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.

ciación 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.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.





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 julio y septiembre del 2006. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.int.

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

- «El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.
- «Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.
- «Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.
- «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.
- «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.
- «Saldos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.
- «Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.
- «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.
- «Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.

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. Mörttinen, 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. Dorrucci 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 . Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 651 «On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows: a global perspective», por R. A. De Santis y M. Lührmann, julio 2006.
- 652 «Consumer price adjustment under the microscope: Germany in a period of low inflation», por J. Hoffmann y J.-R. Kurz-Kim, julio 2006.
- 653 «Acquisition versus greenfield: the impact of the mode of foreign bank entry on information and bank lending rates», por S. Claey s y C. Hainz, julio 2006.
- 654 «The German block of the ESCB multi-country model», por I. Vetlov y T. Warmedinger, julio 2006.
- 655 «Fiscal and monetary policy in the enlarged European Union», por S. Pogorelec, julio 2006.
- 656 «Public debt and long-term interest rates: the case of Germany, Italy and the United States», por P. Paesani, R. Strauch y M. Kremer, julio 2006.
- 657 «The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve», por C. Brand, D. Buncic y J. Turunen, julio 2006.

- 658 «The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: the role of bank relationships», por C. Fuss y P. Vermeulen, julio 2006.
- 659 «Monetary policy rules in the pre-EMU era: is there a common rule?», por M. Eleftheriou, D. Gerdesmeier y B. Roffia, julio 2006.
- 660 «The Italian block of the ESCB multi-country model», por E. Angelini, A. D'Agostino y P. McAdam, julio 2006.
- 661 «Fiscal policy in a monetary economy with capital and finite lifetime», por B. Annicchiarico, N. Giammarioli y A. Piergallini, julio 2006.
- 662 «Cross-border bank contagion in Europe», por R. Gropp, M. Lo Duca y J. Vesala, julio 2006.
- 663 «Monetary conservatism and fiscal policy», por K. Adam y R. M. Billi, julio 2006.
- 664 «Fiscal convergence before entering EMU», por L. Onorante, julio 2006.
- 665 «The euro as invoicing currency in international trade», por A. Kamps, agosto 2006.
- 666 «Quantifying the impact of structural reforms», por E. Ernst, G. Gong, W. Semmler y L. Bukeviciute, agosto 2006.
- 667 «The behaviour of the real exchange rate: evidence from regression quantiles», por K. Nikolaou, agosto 2006.
- 668 «Declining valuations and equilibrium bidding in central bank refinancing operations», por C. Ewerhart, N. Cassola y N. Valla, agosto 2006.
- 669 «Regular adjustment: theory and evidence», por J. D. Konieczny y F. Rumler, agosto 2006.
- 670 «The importance of being mature: the effect of demographic maturation on global per-capita GDP», por R. Gómez and P. Hernández de Cos, agosto 2006.
- 671 «Business cycle synchronisation in East Asia», por F. Moneta y R. Ruffer, agosto 2006.
- 672 «Understanding inflation persistence: a comparison of different models», por H. Dixon y E. Kara, septiembre 2006.
- 673 «Optimal monetary policy in the generalised Taylor economy», por E. Kara, septiembre 2006.
- 674 «A quasi-maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models», por C. Doz, D. Giannone y L. Reichlin, septiembre 2006.
- 675 «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», por A. Afonso, septiembre 2006.
- 676 «The distribution of contract durations across firms: a unified framework for understanding and comparing dynamic wage and price-setting models», por H. Dixon, septiembre 2006.
- 677 «What drives EU banks' stock returns? Bank-level evidence using the dynamic dividend-discount model», por O. Castren, T. Fitzpatrick y M. Sydow, septiembre 2006.
- 678 «The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks», por R. A. De Santis, septiembre 2006.
- 679 «Monetary policy in the media», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, septiembre 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 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «Euro money market study 2004», mayo 2005.
- «Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «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 (sólo en Internet).
- «Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales – Declaración», agosto 2005 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).
- «The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosysteem contribution to the public consultation», diciembre 2005 (sólo en Internet).
- «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 (sólo en Internet).

«Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).

«Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).

«Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (sólo en Internet).

«National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.

«ECB statistics: an overview», abril 2006.

«TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.

«Financial Stability Review», junio 2006.

«Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).

«Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).

«Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.

«Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes», agosto 2006.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», septiembre 2006.

«Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.

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 Eurosystem, the European System of Central Banks», mayo 2006.

«TARGET2 - Securities brochure», septiembre 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.