



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  
NOVIEMBRE**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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 31 de octubre de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)  
ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



# ÍNDICE

## EDITORIAL

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

## Recuadros

1 Desequilibrios mundiales: Evolución reciente y requisitos en materia de política económica	5
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2006	9
3 Tendencias mundiales de los agregados monetarios: algunas cuestiones conceptuales	19
4 Perspectivas de los diferenciales de crédito de las empresas en la zona del euro	46
5 Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina	57
6 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre del 2006	67
7 Evolución reciente de la inversión en la zona del euro	
8 Determinantes del porcentaje de empleo en el sector servicios de la zona del euro	

## ARTÍCULOS

«Activismo» de la política monetaria	73
Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental	89
La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas	101

## 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 2 de noviembre de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE. La información obtenida desde que el Consejo de Gobierno acordara, el 5 de octubre, aumentar los tipos de interés ha corroborado los argumentos que fundamentaron dicha decisión. Asimismo, esta información ha confirmado la necesidad de mantener una extrema vigilancia con el fin de 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. Considerando el bajo nivel en que aún se encuentran situados los tipos de interés oficiales del BCE, el dinamismo del crecimiento monetario y del crédito, y la holgada situación de liquidez según todos los indicadores fiables, la orientación de la política monetaria del BCE continúa siendo acomodaticia. Si continúan confirmando los supuestos y el escenario de referencia del Consejo de Gobierno, una corrección adicional del tono acomodaticio de la política monetaria seguirá estando justificada. Actuar con firmeza en el momento oportuno sigue siendo esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo, lo que —como se viene destacando repetidamente— constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda continuar contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

Comenzando con el análisis económico, la segunda estimación de Eurostat ha confirmado que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,9% en el segundo trimestre del 2006, frente al 0,8% del primero. Con independencia de la volatilidad habitual de las tasas de crecimiento intertrimestrales, la actividad económica ha registrado durante los cuatro trimestres anteriores a mediados del 2006 una tasa media de crecimiento intertrimestral del 0,7%, superando las expectativas generales de hace un año. En base a la información disponible hasta octubre procedente de encuestas de confianza y de diversos indicadores mensuales de actividad económica, se espera que la expansión económica haya mantenido su vigor durante el segundo semestre de este año. Además, la tasa de desempleo se ha reducido, el crecimiento del empleo se ha recuperado y las

expectativas de empleo siguen siendo favorables. En conjunto, aunque es posible que en el segundo semestre de este año el crecimiento intertrimestral del PIB real sea ligeramente inferior al registrado en el primero, los nuevos datos siguen confirmando la opinión de que la recuperación tiene un carácter más generalizado y autosostenido.

A largo plazo, continúan dándose las condiciones para que la economía de la zona del euro registre tasas de crecimiento elevadas cercanas a su potencial. No obstante, es posible que, entre finales de este año y principios del próximo, las tasas de crecimiento intertrimestrales muestren cierto grado de volatilidad por efecto, principalmente, del aumento de los impuestos indirectos en un país grande de la zona del euro en enero del 2007. La actividad económica mundial ha mostrado un mayor equilibrio interregional y sigue siendo intensa, lo que constituye un estímulo constante para las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión mantenga su dinamismo, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, la reestructuración de los balances y el aumento, acumulado y continuo, de los beneficios y de la eficiencia de las empresas. 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 este escenario de crecimiento económico están, en líneas generales, equilibrados a corto plazo, teniendo en cuenta, principalmente, la desaceleración de la economía estadounidense y el descenso de los precios del petróleo observados recientemente. De mantenerse, el descenso de los precios del petróleo podría resultar en un fortalecimiento de la demanda y del crecimiento del producto ligeramente superior al que contempla el escenario de referencia considerado por el Consejo de Gobierno para la actividad económica de los próximos trimestres. A largo plazo, los riesgos para el crecimiento continúan apuntando a la baja y están relacionados, particularmente, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo, con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, especialmente tras la suspensión



de las negociaciones comerciales de la Ronda de Doha, y con una posible evolución desordenada debido a los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne al comportamiento de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,6% en octubre, tras haber descendido desde el 2,3% registrado en agosto hasta el 1,7% de septiembre. La reducción de la inflación observada durante los últimos meses es el resultado conjunto de efectos de base favorables —habida cuenta de la fuerte subida de los precios del petróleo de hace un año— y del significativo descenso de estos últimos observado recientemente. Aunque la evolución de los precios de la energía sigue siendo incierta, considerando sus niveles actuales y el aumento de la cotización en los mercados de futuros, es probable que las tasas de inflación vuelvan a incrementarse 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 registre un alto grado de volatilidad a corto plazo. Independientemente de esta volatilidad, la tasa de inflación medida por el IAPC se mantendrá, en promedio, en niveles elevados, superiores al 2% en el 2006 y probablemente también en el 2007.

Los riesgos para las perspectivas relativas a estabilidad de precios se mantienen claramente al alza y siguen incluyendo una transmisión de las subidas de los precios del petróleo a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora e incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, además de los ya anunciados. Asimismo, no pueden excluirse nuevos aumentos de los precios del petróleo. Lo que es más importante, dada la evolución favorable del crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres y la continuación de la mejora de los mercados de trabajo, un crecimiento de los salarios superior al previsto actualmente constituye un riesgo alcista sustancial para la estabilidad de precios. Considerando este escenario y, particularmente, el entorno más favorable para la actividad económica y para el empleo, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades.

El análisis monetario sigue apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 8,5% en septiembre, tras incrementarse hasta el 8,2% en agosto. Aunque, en los últimos meses, la tasa de crecimiento interanual de M1 se ha moderado ligeramente, debido a desplazamientos hacia instrumentos con rendimientos más relacionados con el mercado en un contexto de aumento de los tipos de interés, la expansión más intensa del resto de componentes de M3 ha compensado con creces esta tendencia.

En términos generales, la tasa de expansión monetaria y del crédito mantiene su vigor como reflejo del nivel aún bajo de los tipos de interés vigentes en la zona del euro y del fortalecimiento de la actividad económica. En concreto, el crédito concedido al sector privado continúa aumentando a tasas de dos dígitos en términos interanuales, basando su dinamismo en el impulso equilibrado de los hogares y del sector empresarial. Si bien, el crecimiento del endeudamiento de los hogares muestra signos de estabilización, aunque en tasas muy elevadas, el de las sociedades no financieras mantiene su tendencia alcista situándose actualmente en tasas interanuales superiores al 12%, el nivel más alto desde principios de la década de los noventa. Por tanto, si se consideran las contrapartidas de M3, la expansión del crédito al sector privado sigue siendo el motor principal del intenso crecimiento monetario.

Desde una perspectiva adecuada a medio plazo, la evolución reciente sigue estando en consonancia con la persistente tendencia alcista de la tasa subyacente de crecimiento monetario observada en el marco del análisis monetario del BCE desde mediados del 2004. Además, tras varios años de vigoroso crecimiento monetario, la situación de liquidez de la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. La continuación del 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 a medio y a largo plazo. En consecuencia, el crecimiento monetario sigue reclamando un seguimiento muy atento, especialmente en un con-

texto de mejora de la situación económica y de fuerte dinamismo del mercado inmobiliario en muchas partes de la zona del euro.

En síntesis, se prevé que las tasas de inflación anuales se mantengan en niveles elevados en el 2006 y en el 2007, con riesgos claramente alcistas para esta perspectiva. Teniendo en cuenta el considerable vigor del crecimiento monetario actual en un entorno de holgada liquidez, la comparación de los resultados procedentes del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Es imprescindible que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Si continúan confirmándose los supuestos y el escenario de referencia del Consejo de Gobierno, una corrección adicional del tono acomodaticio de la política monetaria seguirá estando justificada. Actuar con firmeza en el momento oportuno sigue siendo esencial a fin de garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno mantendrá una extrema vigilancia.

Por lo que respecta a la política fiscal, los países de la zona del euro han comunicado recientemente a la Comisión Europea los datos relativos al déficit y a la deuda del 2005, y la mayor parte de ellos ha informado acerca de la situación en el 2006 y de los planes presupuestarios para el 2007. Si bien, en general, esta información continúa apuntando a una mejora, aunque lenta, de los saldos presupuestarios, no hay motivos para la complacencia. Es importante que los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado se cumplan en todos los países de la zona del euro. También, resulta esencial intensificar el saneamiento presupuestario durante la fase actual de expansión económica y evitar políticas procíclicas, lo que fortalecería la confianza de los participantes en el mercado y del público. A tal efecto, los ingresos extraordinarios derivados de un crecimiento más intenso de lo esperado deberían asignarse en su totalidad a acelerar la reducción del déficit o a aumentar el superávit durante períodos favorables. Las perspectivas de lograr situaciones presupuestarias saneadas mejoran si los planes de

saneamiento se basan en compromisos creíbles encaminados a reducir las ratios de gasto y a reforzar los mecanismos de control del gasto. Por último, el Consejo de Gobierno ha reiterado anteriores llamamientos a la elaboración de datos estadísticos de alta calidad y a una adecuada presentación de la información estadística, fundamentales para la prevención y corrección de los desequilibrios presupuestarios.

En cuanto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno ha subrayado la importancia de la creación de un Mercado Único plenamente operativo y de mercados de productos y de trabajo flexibles a fin de mejorar la capacidad de ajuste de la economía de la zona del euro y su fortaleza frente a perturbaciones externas. La liberalización de los mercados de productos para estimular la competencia incentivaría a las empresas a invertir e innovar, acelerando el crecimiento de la productividad. La eliminación de las rigideces de los mercados de trabajo y de las distorsiones en la formación de precios y salarios resulta esencial para fomentar una evolución más homogénea de la competitividad de los países de la zona del euro en términos de precios y costes, para impulsar un crecimiento sostenido del producto y para la creación de empleo. En particular, las subidas salariales deben basarse, en general, en la tendencia mostrada por el crecimiento de la productividad del trabajo, teniendo en cuenta el nivel actual de los costes laborales unitarios, a fin de mantener o recuperar la competitividad de los precios. Asimismo, es conveniente que los acuerdos salariales abandonen los mecanismos de indicación automática de carácter retrospectivo. La correcta aplicación de reformas encaminadas a eliminar rigideces e ineficiencias en los países de la zona del euro aumentaría el crecimiento potencial y mejoraría las perspectivas de empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza el concepto de «activismo» de la política monetaria. El segundo presenta la experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas desde el otoño del 2004. El tercero examina los principales factores del desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental.





# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar de la evidencia de una cierta moderación gradual del ritmo de crecimiento. La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido ligeramente en varios países, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial siguen inclinándose un tanto a la baja.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar de la evidencia de una moderación gradual del ritmo de crecimiento. Aunque la producción industrial en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) siguió creciendo a un ritmo bastante dinámico en julio (véase gráfico 1), los datos de las encuestas de opinión y la información disponible para cada país parecen indicar que la actividad en el sector manufacturero podría haberse moderado ligeramente a partir de ese mes, moderación que parece haber ido acompañada de una desaceleración más pronunciada en el sector servicios a escala mundial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, el significativo descenso de los precios del petróleo desde principios de agosto se ha traducido en una ligera caída de la inflación interanual, medida por los precios de consumo, en algunos países. Los precios industriales y los datos de las encuestas sobre los precios de los bienes intermedios también apuntan a que las presiones inflacionistas podrían haberse atenuado recientemente a nivel mundial.

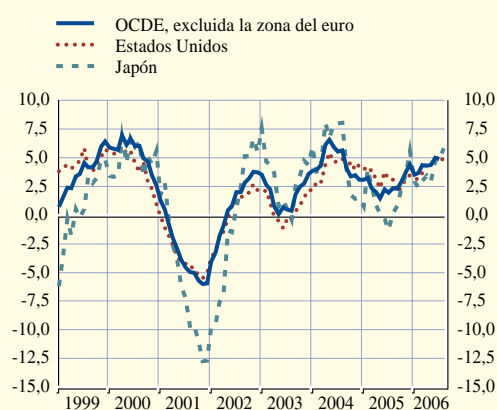
#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las estimaciones preliminares del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2006 indican que el ritmo de expansión económica se redujo hasta el 0,4%, en tasa intertrimestral, desde el 0,6% registrado en el trimestre anterior. El descenso del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2006 refleja, principalmente, una caída de la inversión residencial, si bien la moderación del consumo de servicios, la escasa inversión en existencias y la aceleración de las importaciones han influido también. No obstante, el consumo de los hogares resistió, sorprendentemente, la desaceleración del mercado de la vivienda, mientras que el gasto en estructuras y equipo no residenciales y en *software* ha seguido siendo dinámico.

Se espera que el ritmo de expansión de la economía estadounidense se mantenga por debajo de la tendencia en el futuro cercano. En consonancia con la desaceleración del mercado de la vivienda, es probable que el consiguiente impacto sobre la riqueza de los hogares frene el gasto en consumo. Al mismo tiempo, el exceso de existencias en este mercado podría dar lugar a una nueva caída de la inversión residencial. No obstante, el sólido aumento de las rentas del trabajo y la reciente bajada del precio del petróleo podrían compensar los efectos negativos de la evolución del sector de la vivienda sobre el consumo. El gasto en inversión empresarial no residencial contará, probablemente, con el respaldo de la saneada situación patrimonial de las empresas y su sólida rentabilidad.

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 agosto del 2006, excepto para la OCDE, excluida la zona del euro (julio 2006).

En agosto, el déficit correspondiente al comercio de bienes y servicios aumentó hasta alcanzar un nivel récord de 70 mm de dólares estadounidenses. En comparación con el mes anterior, el crecimiento de las importaciones fue muy superior al de las exportaciones en términos nominales. Tras la caída de los precios del petróleo, es de prever que el déficit comercial se reduzca ligeramente en los próximos meses. En el recuadro 1 se analiza la evolución reciente de los desequilibrios mundiales.

La inflación, medida por los precios de consumo, bajó considerablemente en septiembre, como resultado del descenso de los precios de la energía, combinado con una moderación mucho menor, pero bastante generalizada, de los componentes no energéticos. De cara al futuro, las presiones sobre los precios deberían irse reduciendo en el contexto de la moderación en curso de la actividad económica, el descenso de los precios del petróleo y la contención de las presiones inflacionistas. Sin embargo, dadas las tensiones del mercado de trabajo y la incertidumbre respecto a los desfases y al grado en que dicha moderación se traduzca en una desaceleración de los precios, persisten algunos riesgos al alza para la inflación.

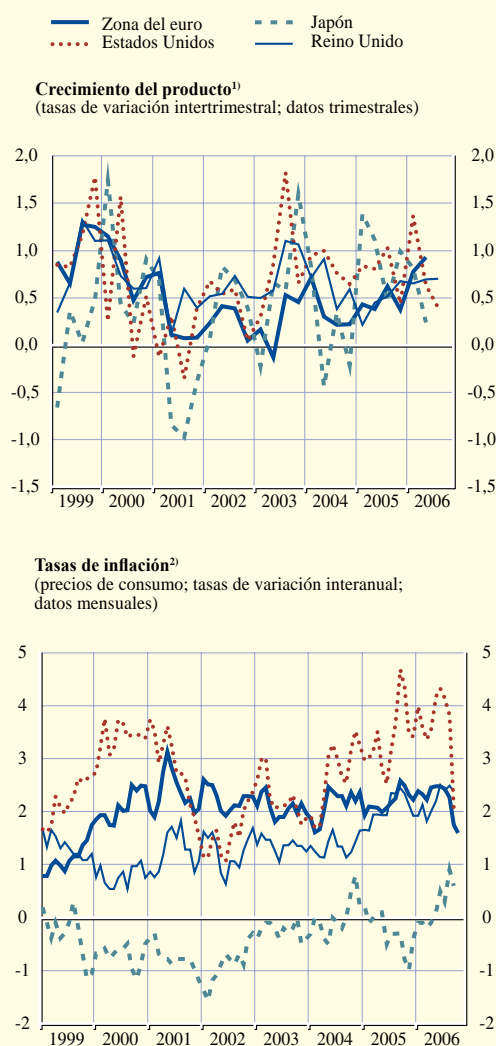
El 25 de octubre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en el 5,25% el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

## JAPÓN

En Japón, la actividad económica continúa recuperándose de forma constante, mientras que los precios de consumo siguen aumentando a un ritmo moderado. El producto crece impulsado por la solidez de las exportaciones y la demanda interna sostenida, esta última respaldada, en particular, por la fuerte inversión empresarial. Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón más reciente indican una nueva mejora del clima empresarial para las grandes empresas manufactureras en el tercer trimestre del 2006. Por su parte, las grandes empresas no manufactureras, consideran que el entorno sigue siendo favorable. Además, las empresas encuestadas declararon que esperaban un incremento de las ventas, los beneficios y los planes de inversión en capital fijo para el ejercicio fiscal en curso, que concluye en marzo del 2007.

En lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por los precios de consumo siguió aumentando en septiembre, registrándose

**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.

una subida del 0,6% en tasa interanual (del 0,2% si se excluyen los alimentos frescos). La inflación medida por los precios industriales continúa siendo elevada en términos históricos y volvió a aumentar en septiembre, hasta el 3,6%, como consecuencia de los altos precios de las materias primas y los productos básicos, y de la solidez de la demanda final.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, las estimaciones preliminares indican que el crecimiento del PIB siguió aumentando de forma constante a una tasa intertrimestral del 0,7% en el tercer trimestre. La producción en los servicios y en las manufacturas experimentó un ligero retroceso en comparación con el trimestre anterior, aunque ello se compensó con los mejores resultados obtenidos en el resto de los sectores. Por lo que se refiere al gasto, la caída de las ventas al por menor en el tercer trimestre apunta a una cierta moderación del crecimiento del consumo privado. Los datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren un crecimiento ligeramente mayor de las exportaciones y un aumento de las intenciones de inversión en los próximos meses. En este contexto, se espera que el ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre de este año no experimente prácticamente variación alguna.

En septiembre, la inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 2,4%, igualando así el promedio registrado en el tercer trimestre. La considerable caída de los precios de los combustibles y lubricantes compensó el impacto negativo de la subida de los precios del gas y de las matrículas universitarias. Los datos disponibles hasta agosto indican que el crecimiento de los salarios ha seguido siendo moderado, mientras que el incremento interanual de los precios de la vivienda parece haberse estabilizado en torno al 8%.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto siguió siendo sólido en el segundo trimestre del 2006, impulsado, principalmente, por la demanda interna. En muchos de los nuevos Estados miembros de la UE, el crecimiento también ha contado con el fuerte respaldo de las exportaciones, consecuencia en gran medida de las entradas de inversión directa extranjera registradas anteriormente. En la mayoría de los países, la inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo en septiembre, fundamentalmente como resultado de un descenso en el componente energético, debido a un efecto de base y a la favorable evolución de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, el IAPC, excluida la energía, se incrementó en casi todos los países.

En Dinamarca, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real registró un acusado repunte, hasta el 1,6%, en el segundo trimestre del 2006, mientras que en Suecia siguió siendo elevada (1,3%), aunque algo más baja que en el trimestre anterior. En ambos países, la solidez de la demanda interna ha respaldado la actividad económica. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo de nuevo en septiembre en estos dos países, situándose en el 1,5% en Dinamarca y en el 1,2% en Suecia. El 5 de octubre, el Danmarks Nationalbank decidió elevar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, en consonancia con la decisión adoptada por el BCE. El Sveriges Riksbank también decidió, el 26 de octubre, incrementar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos.

En las tres economías más grandes de Europa Central, la República Checa, Hungría y Polonia, el crecimiento intertrimestral del producto siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre del 2006, situándose entre el 0,9% y el 1,2%. En la República Checa y en Polonia, el principal factor determinante del crecimiento del producto fue la demanda interna, mientras que, en Hungría, fue la demanda externa. En septiembre, la inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo en la República Checa y en Polonia, hasta el 2,2% y el 1,4%, respectivamente. Por el contrario, aumentó significativamente en Hungría, hasta el 5,9%, como consecuencia de la subida de los precios administrados y de los impuestos directos



e indirectos. La inflación medida por el IAPC, excluido el componente energético, se incrementó en los tres países en septiembre. El 24 de octubre, el Magyar Nemzeti Bank decidió elevar su tipo de interés oficial en 25 puntos porcentuales en vista de la creciente inquietud por el posible aumento de la inflación.

En los otros Estados miembros de la UE se ha mantenido el dinamismo de la actividad económica y la inflación se ha reducido en la mayoría de los países en septiembre. En general, las perspectivas de crecimiento económico de la región continúan siendo favorables.

### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

En las economías emergentes de Asia la actividad económica se moderó ligeramente en el tercer trimestre tras el sólido comportamiento del primer semestre del año. En la mayor parte de las economías de la región se ha producido una desaceleración de la actividad interna, mientras que el comercio, y más concretamente el comercio intrarregional, mantuvo el dinamismo del primer semestre. Las economías más pequeñas de la región, en las que la demanda interna fue más floja en el primer semestre del año, se han beneficiado con el vigoroso crecimiento del comercio intrarregional. En general, el sector exterior ha seguido siendo un importante motor de crecimiento en la región. La inflación varió muy poco con respecto a agosto.

En China, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo al 10,4% en el tercer trimestre, tras situarse en el 11,3% en el trimestre anterior. Aunque no se dispone de estadísticas trimestrales oficiales sobre los componentes del gasto en el PIB de China, los indicadores mensuales de actividad económica sugieren que la inversión perdió fuerza en el tercer trimestre y que las fuentes de crecimiento se han desplazado ligeramente hacia el consumo y, cada vez más, el comercio exterior. Si bien la desaceleración de la inversión puede atribuirse, en gran medida, a las medidas de austeridad adoptadas por las autoridades en los meses anteriores, la economía ha seguido mostrando un fuerte dinamismo, en particular, las ventas del comercio al por menor y el comercio exterior. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas se han intensificado ligeramente en los últimos meses, y la inflación interanual, medida por el IPC, ha aumentado desde el 1,3% en agosto hasta el 1,5% en septiembre.

En conjunto, las perspectivas económicas de la región siguen siendo favorables, respaldadas por el crecimiento sostenido de la demanda interna y el dinamismo del comercio exterior. El crecimiento firme, aunque algo más moderado, de China impulsará probablemente las exportaciones y la actividad económica en la región. El exceso de capacidad en algunos sectores de la economía china continúa siendo el principal factor de riesgo para estas perspectivas.

### **AMÉRICA LATINA**

En América Latina, los indicadores disponibles sugieren que, en el tercer trimestre, se ha mantenido el ritmo de crecimiento económico. En México, la producción industrial creció a una tasa interanual del 5,8% en agosto, mientras que la inflación general aumentó ligeramente. En Argentina, los indicadores de la actividad económica apuntan a una cierta aceleración de la actividad económica, como se desprende del sólido crecimiento de la producción industrial en agosto. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió siendo elevada, situándose ligeramente por encima del 10% en septiembre. Por último, en Brasil, si bien los datos sobre las ventas del comercio al por menor y producción industrial apuntan a una ligera recuperación en el tercer trimestre, la inflación interanual ha continuado reduciéndose gradualmente hasta el 3,7% en septiembre. De cara al futuro, las perspectivas de la región siguen siendo favorables a condición de que el riesgo a la baja que conlleva el debilitamiento de la demanda exterior con respecto a lo previsto no se materialice.

## Recuadro I

**DESEQUILIBRIOS MUNDIALES: EVOLUCIÓN RECIENTE Y REQUISITOS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA**

La evolución divergente de las posiciones en la balanza por cuenta corriente que se vienen observando a nivel mundial desde hace varios años plantea dos cuestiones importantes. En primer lugar, si bien es de esperar que algunos países registren déficit durante un período considerable, el hecho de que la mayor economía del mundo contabilice déficit cada vez más abultados —que, actualmente, absorben alrededor del 75% del ahorro neto mundial— tiene un efecto significativo sobre el comercio internacional y la estructura financiera (gráfico A). De hecho, la continua acumulación de grandes déficit, incluso aunque puedan financiarse fácilmente en el corto a medio plazo, se traducirá, a la larga, en una acumulación de pasivos exteriores netos de gran cuantía y, probablemente, insostenibles, que es necesario corregir. En segundo lugar, el hecho de que la mayoría de las economías emergentes registren superávit por cuenta corriente, mientras que Estados Unidos registra déficit es, en muchos aspectos, algo paradójico, ya que ello significa que el gasto de una de las economías más ricas del mundo lo financian economías con niveles de renta mucho más bajos<sup>1</sup>. Si bien no se ha acordado ningún baremo para evaluar hasta qué punto son óptimas las decisiones de inversión de los agentes privados, el hecho de que el sector público desempeñe un papel importante en la estructura actual de los desequilibrios mundiales —a través de la orientación de las políticas macroeconómicas o la acumulación de reservas de divisas— exige considerar atentamente los factores determinantes de dichos desequilibrios.

El carácter complejo de la balanza de pagos hace que los desequilibrios por cuenta corriente sean más difíciles de resolver. Si bien la perspectiva de ahorro-inversión de la cuenta corriente subraya el papel que desempeñan los factores internos en el ajuste, la perspectiva de la cuenta financiera hace hincapié en el papel de los residentes extranjeros, incluidos los bancos centrales. Partiendo de esta base, en el presente recuadro se pasa revista a la evolución de la balanza por cuenta corriente en las principales regiones económicas del mundo y, a continuación, se analizan algunas cuestiones transfronterizas, centrando la atención, en particular, en la estructura de los pasivos exteriores netos de Estados Unidos y en la evolución reciente de los tipos de cambio.

**Evolución de la balanza por cuenta corriente en las principales regiones económicas**

En Estados Unidos, el déficit por cuenta corriente ha registrado un notable incremento en los últimos años, desde menos del 4% del PIB en el 2001 hasta casi el 7% en el 2006. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en una caída del ahorro interno neto, que bajó del 4% a casi el 0%; esta caída se registró, fundamentalmente, en el sector hogares y en el sector público. Al mismo tiempo, la inversión experimentó un acusado descenso en los primeros años de la década del 2000, pero se ha recuperado parcialmente en los tres últimos años. Aunque es probable que un incremento del ahorro público neto se traduzca, en parte, en un descenso del ahorro privado (el llamado efecto de Ricardo), en conjunto, se espera que reduzca el déficit por cuenta corriente.

China, por el contrario, ha venido registrando superávit por cuenta corriente elevados y cada vez mayores, debido en particular al dinamismo de sus exportaciones y, más recientemente, a una desaceleración de las importaciones. Entre los años 2000 y 2005, la cuota de importación de productos

1 De acuerdo con la teoría macroeconómica clásica, el capital debe fluir desde los países ricos hacia los países pobres, en los que la rentabilidad es más alta. Varias son las explicaciones formuladas, en las que se subraya la posibilidad de que las economías emergentes tengan una menor capacidad de absorción de ahorro externo. Véase, por ejemplo, E. Prasad, R. Rajan y A. Subramaniam (2006), «Patterns of international capital flows and their implications for economic development», Departamento de Estudios del FMI.



procedentes de China en todos los grandes mercados exteriores se ha incrementado, pasando de alrededor del 5% al 10% en el caso de la zona del euro, de menos del 9% al 15% en Estados Unidos y del 14,5% al 21% en Japón. Estos incrementos pueden asociarse a la evolución de la competitividad en términos de precios de las exportaciones de China y al papel de la economía en el comercio de productos procesados a partir de componentes importados del resto de Asia. Ello, plantea también la cuestión de la subvaloración del renminbi, que a fecha de hoy está ampliamente documentada en varios estudios (aún cuando éstos tiendan a presentar estimaciones muy heterogéneas)<sup>2</sup>. El apreciable incremento del superávit por cuenta corriente de China puede asociarse, en particular, a un rápido crecimiento del ahorro interno, que ha pasado del 35% del PIB en el año 2000 a más del 50% en la actualidad. La inversión interna también ha aumentado durante este período, aunque a un ritmo más lento.

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro se ha mantenido prácticamente en equilibrio en los últimos años (véase gráfico 30 de la sección 5). En agosto del 2006, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses de la zona del euro frente al resto del mundo ascendía, aproximadamente, al 0,5% del PIB. Sin embargo, esto no significa que la zona del euro no esté llamada a desempeñar un papel en la resolución de los desequilibrios mundiales. Por ser una economía grande y abierta (es el mayor exportador mundial con un 17,5% de las exportaciones totales y el segundo importador tras Estados Unidos), la zona del euro podría, mediante un mayor crecimiento potencial, participar en el proceso de corrección de dichos desequilibrios.

Japón, cuyo superávit por cuenta corriente aumentó del 2,1% del PIB en el 2001 al 3,8% en el 2004 y al 3,6% en el 2005, también puede contribuir a corregir los desequilibrios mundiales. El aumento del superávit por cuenta corriente de Japón, puede atribuirse a una caída de la inversión en los primeros años de la década actual, mientras que el ahorro comenzó a crecer en el 2003. La tasa de ahorro interno bruto en Japón —que se sitúa actualmente en el 27% del PIB— es notablemente más alta que las de otras grandes economías industrializadas (13% en Estados Unidos y 20% en la zona del euro).

Por último, los países exportadores de petróleo representan un porcentaje cada vez mayor de los desequilibrios mundiales. Desde principios de la década del 2000, estos países han registrado crecientes superávits por cuenta corriente y contabilizan, con casi 600 mm de dólares estadounidenses en el 2006, la proporción más alta de estos superávits. El acusado incremento de la balanza comercial se corresponde, de forma muy cercana, con la subida de los precios del petróleo observada en ese período. Como consecuencia de los consiguientes ingresos inesperados, se ha producido un incremento del ahorro que representa actualmente más del 35% del PIB, mientras que la inversión agregada se ha mantenido prácticamente estable en torno al 20% del PIB durante este período.

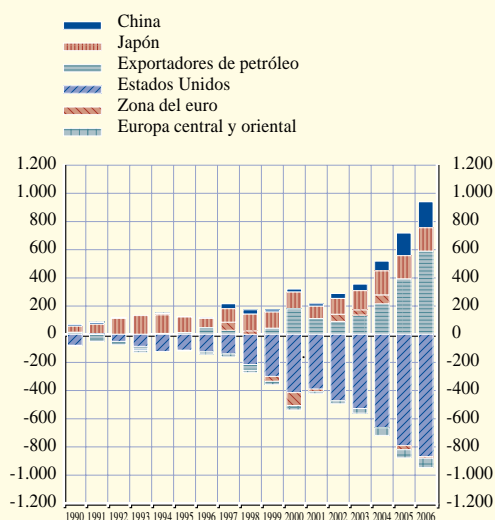
### **Tendencias de la financiación mundial determinantes de los desequilibrios**

Las cuestiones financieras transfronterizas son otra dimensión esencial de los desequilibrios mundiales. Desde la perspectiva de los flujos de capital transfronterizos, tres factores han facilitado la financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. En primer lugar, la economía estadounidense ha dado muestras de gran dinamismo en los últimos años y ha registrado aumentos de productividad de más del 2% anual desde 1996. Un segundo factor que podría haber contribuido a esta situación es la

<sup>1</sup> Estas estimaciones pueden encontrarse, por ejemplo, en G. Chang, and Q. Shao, «How much is the Chinese currency undervalued? A quantitative estimation», *China Economic Review*, 15, 2004, 366–371; S. Dunaway et al., «How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China», IMF WP 06/220 y J. Frankel, «On the renminbi», CESifo Forum 3/2005.

Gráfico A Saldo en cuenta corriente de algunas regiones

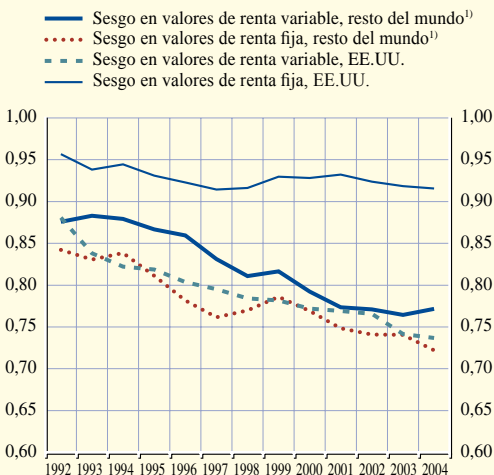
(mm de USD)



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial (estimaciones para el 2006).

Gráfico B Sesgo nacional en la renta variable y en la renta fija

(en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE basados en las publicaciones International Financial Statistics, del FMI y Global Stock Markets Factbook, de Standard &amp; Poor's.

1) Resto del mundo: todos los países excepto Estados Unidos.

evolución del sesgo nacional de la cartera<sup>3</sup> tanto en Estados Unidos como en otros países (en el gráfico B se muestran algunas estimaciones de los expertos del BCE). Desde 1992, el sesgo nacional agregado de los otros países (es decir, excluido Estados Unidos) se ha reducido constantemente, tanto en el caso de los valores de renta variable (en torno al 10%) como en el de los valores de renta fija (en torno a un 12%). Esta tendencia es coherente con el hecho de que los no residentes en Estados Unidos se han mostrado dispuestos a adquirir valores de renta fija estadounidenses, aunque la rentabilidad de estos valores haya sido baja durante la mayor parte del período considerado. Desde la perspectiva de Estados Unidos, el sesgo nacional también se ha reducido, aunque de forma mucho más acusada en el caso de la renta variable (alrededor del 14%) que en el de la renta fija, para la que aún se sitúa por encima del 90%. La reducción del sesgo en la renta variable es coherente con el hecho de que los inversores estadounidenses han aumentado, en general, sus compras de acciones y participaciones extranjeras, al tiempo que han mostrado muy poco interés por los valores de renta fija emitidos en el exterior<sup>4</sup>. En tercer lugar, las asimetrías en las carteras de los residentes estadounidenses y extranjeros son un factor clave para conocer otra característica importante de la dinámica de los valores de renta fija estadounidenses. De hecho, en Estados Unidos el saldo de los pasivos netos frente al exterior (alrededor del 22% del PIB) es sensiblemente menor que los saldos por cuenta corriente acumulados en el pasado (más del 40%), aunque, a largo plazo, ambos deberían, en teoría, coincidir. Una parte significativa de esta diferencia tiene relación con las notables revalorizaciones derivadas de los diferenciales de rendimiento de las inversiones en Estados Unidos y en el exterior, y con las variaciones del tipo de cambio.

Una de las contrapartidas de la financiación de los déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha sido la acumulación de reservas de divisas por parte de otros países, que, en el período más reciente

3 El concepto de sesgo nacional se refiere al hecho de que, a escala mundial, los inversores parecen invertir excesivamente en sus países de origen. Para un país dado, la ausencia de sesgo nacional significaría que la proporción de activos financieros exteriores en su cartera es igual al porcentaje de capitalización de los mercados financieros del resto del mundo en la capitalización de los mercados mundiales.

4 Véase Federal Reserve Bulletin «Understanding U.S. Cross-Border Securities Data», mayo 2006.

se concentra, principalmente, en los países exportadores de petróleo y China<sup>5</sup>. En el caso de los exportadores de petróleo, la acumulación de reservas escasamente remuneradas refleja, en parte, las limitadas oportunidades de inversión a nivel nacional. No obstante, en los últimos años se ha avanzado en el desarrollo de los fondos del petróleo y los fondos patrimoniales y de los mercados bursátiles locales. En el caso de China, la gran acumulación de reservas internacionales desde principios de la década actual (que aumentaron desde unos 150 mm de dólares a comienzos del 2000 hasta casi 1 billón de dólares en la actualidad) plantea algunos interrogantes respecto a la ejecución de la política monetaria. De hecho, el Banco Central de la República Popular China ha tenido que esterilizar cada vez más la expansión monetaria interna resultante de la intervención en el mercado de divisas. Además del riesgo de pérdidas por revalorización en el balance de las autoridades monetarias, el régimen actualmente en vigor limita el margen de maniobra de la política monetaria para hacer frente a problemas internos, en particular los relativos al riesgo de recalentamiento de la economía china.

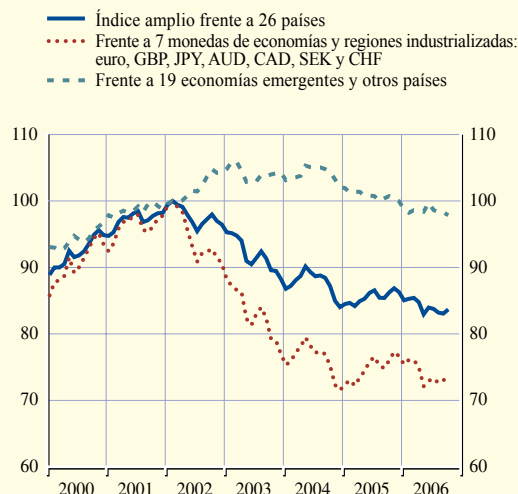
Por lo que respecta a la evolución del tipo de cambio, el dólar estadounidense se ha depreciado desde el año 2002 en torno a un 16% en términos efectivos nominales, es decir, medido frente a las monedas de 26 socios comerciales (véase gráfico C). Esta depreciación refleja una evolución muy diferenciada frente a los distintos grupos de países: frente a las monedas de las siete economías y regiones más industrializadas, el dólar se ha llegado a depreciar en total hasta un 26%, mientras que se ha mantenido prácticamente estable frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Esta tendencia se debe al hecho de que muchos de los países del segundo grupo mantienen una paridad fija de facto o aplican tipos de cambio fuertemente controlados respecto al dólar estadounidense. Esta observación ha hecho que se insista con más fuerza en la necesidad de flexibilizar efectivamente los tipos de cambio en las economías emergentes, que, hoy día, concentran aproximadamente el 45% de los intercambios comerciales con Estados Unidos.

### Conclusiones

Las consideraciones expuestas en los párrafos anteriores ponen de manifiesto los ajustes de política económica que se insta a realizar en los comunicados de prensa del G7, el G20 y el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI). En lo que respecta a Estados Unidos, dichos ajustes consisten en elevar las tasas de ahorro nacional, tanto del sector público como del sector privado. La zona del euro y Japón están llamados a desempeñar un papel crucial adoptando reformas encaminadas a incrementar la productividad interna y el crecimiento potencial. De hecho, los aumentos de productividad de la zona del euro, especialmente en el sector de bienes no comerciables, podrían fortalecer

**Gráfico C Tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense**

(enero 2002 = 100)



Fuente: Sistema de la Reserva Federal y cálculos del BCE.

<sup>5</sup> Las cifras sobre reservas internacionales de los países exportadores de petróleo pueden no ser directamente comparables, ya que cada país sigue prácticas diferentes con respecto a las inversiones, incluidas las que se realizan a través de los fondos de estabilización del petróleo.

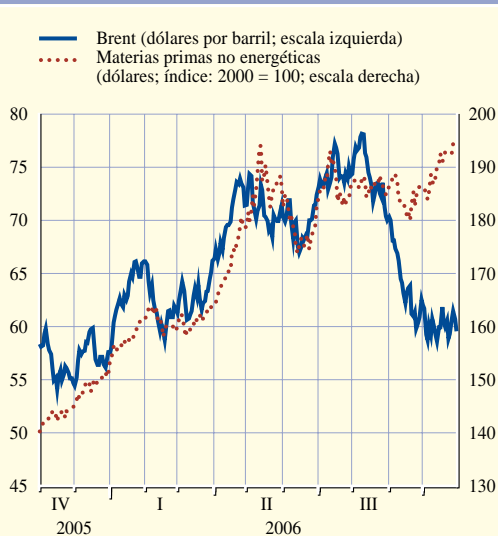
cialmente de Asia, la adopción de medidas orientadas a la flexibilización del tipo de cambio y la promoción del desarrollo financiero, que redujeran el ahorro por motivo de precaución y elevaran el gasto en consumo no sólo contribuirían a resolver los desequilibrios mundiales, sino que permitirían también hacer frente con éxito a los problemas internos. Por último, a los países exportadores de petróleo les beneficiaría significativamente crear más oportunidades de inversión a escala nacional. Es importante subrayar que estas medidas de política internas no sólo facilitan el ajuste gradual de los desequilibrios mundiales en el medio plazo, sino que redundan, además, en el propio interés de las respectivas economías.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han experimentado una acusada caída en los últimos meses, que ha supuesto un notable retroceso respecto al máximo histórico alcanzado a principios de agosto. La apreciable reducción de las tensiones geopolíticas, el menor riesgo de huracanes en el Golfo de México y la suavización de las recientes tensiones en el mercado de petróleo han determinado este descenso de los precios del crudo. En octubre, los precios del Brent se situaron en su nivel más bajo desde mediados de febrero, por debajo de 59 dólares el barril, es decir, aproximadamente un 25% por debajo de los máximos del mes de agosto. No obstante, la tendencia descendente se frenó ante los rumores de posibles recortes de la producción de la OPEP. En la reunión consultiva celebrada los días 19 y 20 de octubre, los ministros de la OPEP acordaron recortar los niveles de producción actuales en 1,2 millones de barriles a partir del 1 de noviembre, lo que supone una reducción mayor de lo esperado. El 31 de octubre, el precio del barril de Brent alcanzaba los 59,6 dólares estadounidenses. De cara al futuro, es probable que, como consecuencia de la limitada capacidad excedente a lo largo del proceso de producción y, por lo tanto, de la sensibilidad ante cambios imprevistos en el equilibrio entre la oferta y la demanda, los precios del crudo sigan siendo altos y volátiles. Actualmente, los participantes en los mercados esperan que, también a medio plazo, los precios se mantengan en niveles elevados, y los contratos de futuros sobre el petróleo con entrega en diciembre del 2008 se están negociando a 67,2 dólares estadounidenses.

Los precios de las materias primas no energéticas siguieron aumentando en octubre. Expresados en dólares estadounidenses, los precios totales de las materias primas no energéticas se situaban a finales de octubre aproximadamente un 35% por encima del nivel registrado un año antes, sostenidos principalmente por la subida de los precios de los alimentos y los metales. Los precios de los metales se han elevado considerablemente en las últimas semanas debido a la preocupación por las posibles distorsiones de la oferta y los bajos niveles de existencias. Los precios de los alimentos, en particular los de los cereales, así como las semillas oleaginosas y los aceites también han experimentado un incremento sustancial en las últimas semanas.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

### I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas del entorno exterior, y, por consiguiente, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. No obstante, los indicadores sintéticos adelantados más recientes sugieren que la actividad en el conjunto de los países de la OCDE podría experimentar una nueva moderación en los próximos meses. Las perspectivas de crecimiento de las principales economías emergentes parecen seguir siendo positivas, si bien es probable que se produzca una ligera desaceleración del crecimiento en China. A pesar de la moderación prevista, se espera que el crecimiento de la economía mundial continúe siendo bastante vigoroso y que rebase las medias históricas durante el resto del año.

Los riesgos para estas perspectivas siguen inclinándose ligeramente a la baja. El reciente descenso de los precios del petróleo ha atenuado algunos de estos riesgos, aunque los mercados de futuros indican que se espera un nuevo incremento de dichos precios, a pesar de que se mantengan por debajo del máximo alcanzado a principios de agosto. También persisten los riesgos derivados de una corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales y de una intensificación de las presiones proteccionistas.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En septiembre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó de nuevo y, tras la moderación registrada en junio y julio, casi retornó al máximo observado en mayo. Es probable que la persistente fortaleza del crecimiento de M3 se deba a unos tipos de interés todavía reducidos y a la mejora de la situación económica en la zona del euro. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de estos factores es especialmente patente en el continuado y elevado crecimiento de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, los datos de septiembre proporcionan evidencia adicional de que las recientes subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han comenzado a afectar a la evolución monetaria, si bien, actualmente, el principal efecto son los desplazamientos entre las distintas categorías de depósitos incluidos en M3. En general, la evolución monetaria y del crédito continúa apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes temporales de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de las condiciones económicas.

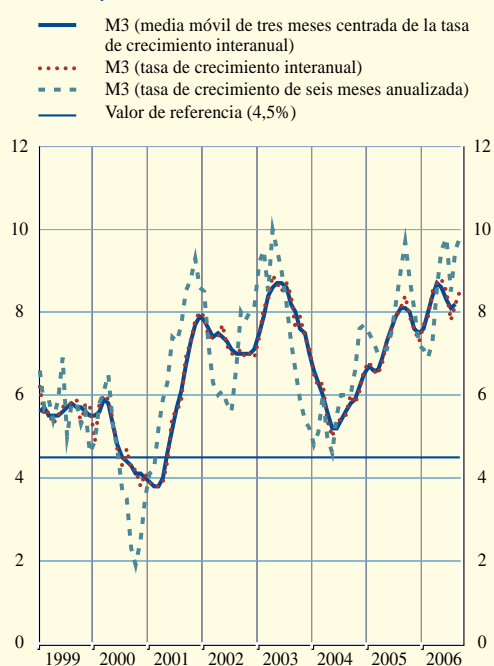
#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En septiembre del 2006, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó de nuevo, hasta el 8,5%. Tras la moderación observada en junio y julio, el crecimiento interanual de M3 casi ha retornado al máximo registrado en mayo. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada aumentó hasta el 9,8% en septiembre, desde el 9,5% del mes precedente (véase gráfico 4). Este renovado fortalecimiento de la evolución monetaria es consecuencia de una elevada tasa de crecimiento intermensual en septiembre, del 1,2%, después de que la tasa de crecimiento de agosto fuera igualmente pronunciada.

Desde una perspectiva a medio plazo, la evolución actual de M3 no muestra señales de reversión de la tendencia al alza de la tasa de expansión monetaria subyacente registrada desde mediados del 2004. Los datos monetarios más recientes también confirman la valoración de que la elevada tasa de crecimiento monetario continúa teniendo su origen, en gran parte, en unos tipos de interés todavía reducidos y, como pone de manifiesto el dinámico crecimiento de los préstamos, en el fortalecimiento de la actividad económica en la zona del euro. Al mismo tiempo, los datos de septiembre proporcionan evidencia adicional de que las recientes subidas de los tipos de interés han empezado a causar un impacto en la evolución monetaria aunque, hasta ahora, el principal efecto ha sido que han provocado cambios en las preferencias por las distintas categorías de depósitos incluidas en M3, como desplazamientos desde los depósitos a la vista hacia instrumentos mejor remunerados, especialmente depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años). Además, en un entorno caracterizado por expectativas de incrementos de los tipos de interés a corto plazo, la intensa demanda de determinados activos monetarios, como los valores distintos de acciones a corto

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.



plazo, puede ser consecuencia del creciente atractivo de estos activos, en relación con el rendimiento de otros activos financieros a más largo plazo ya que el diferencial de rendimientos es relativamente reducido en la actualidad.

En general, el crecimiento del dinero y del crédito continuó siendo elevado. Esta persistente e intensa expansión, en un contexto de liquidez ya abundante, apunta a riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la actividad y el clima económicos.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El incremento del crecimiento interanual de M3 registrado en septiembre refleja el aumento de las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables (véase cuadro 1). Al mismo tiempo, como consecuencia del descenso de las tasas de crecimiento del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó de nuevo, hasta el 7,1% en septiembre, desde 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 10% en septiembre, desde el 9,8% del mes anterior. Esta evolución fue consecuencia, fundamentalmente, de un nuevo aumento de la demanda de depósitos a corto plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) continuó disminuyendo. La intensa demanda de depósitos a corto plazo puede explicarse por el creciente diferencial entre el tipo de interés que se ofrece para estos depósitos y el que se aplica a otros instrumentos a corto plazo en el contexto de las recientes subidas de los tipos de interés.

En septiembre, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se incrementó hasta el 9,6%, desde el 7% de agosto. Entre los componentes de estos instrumentos, la ya intensa demanda de valores distintos de acciones hasta dos años continuó aumentando. Esta demanda puede ser consecuencia de un rasgo característico de algunos instrumentos de renta fija a corto plazo, el

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Ago	2006 Sep
<b>M1</b>	<b>47,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,3</b>	<b>9,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>
Efectivo en circulación	7,4	14,8	13,4	11,9	11,3	11,4	11,0
Depósitos a la vista	40,0	10,2	9,8	9,5	7,0	6,5	6,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,1	5,9	6,8	8,4	9,5	9,8	10,0
Depósitos a plazo hasta dos años	17,4	6,5	9,7	15,2	19,8	20,9	21,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,7	5,3	4,6	3,7	2,4	2,2	1,8
<b>M2</b>	<b>85,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,4	3,7	3,3	5,7	6,5	7,0	9,6
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		2,5	2,3	0,8	-1,0	-1,5	-1,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,8	-0,8
Crédito al sector privado		9,4	10,4	11,7	11,9	11,9	12,2
Préstamos al sector privado		9,0	10,1	11,2	11,2	11,3	11,4
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>

Fuente: BCE.

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

vínculo entre el rendimiento y el tipo de interés a corto plazo, que puede resultar atractivo en épocas de subidas de los tipos de interés. Por otra parte, las tasas de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de las participaciones en fondos del mercado monetario registraron un incremento aunque, en términos intermensuales, la volatilidad de estas series puede ser relativamente elevada.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM – que representan la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor– se incrementó en septiembre. Este repunte fue prácticamente generalizado en todos los sectores tenedores, pero fue reflejo, en particular, de una mayor contribución de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros no monetarios.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se incrementó hasta el 11,4% en septiembre, desde el 11,3% de agosto, alcanzando el nivel más elevado desde enero de 1999. La persistente y elevada demanda de préstamos se debe tanto a la mejora de la situación económica en la zona del euro, como a los tipos de interés, todavía reducidos. Al mismo tiempo, el fortalecimiento de la evolución del conjunto de los préstamos en septiembre oculta un comportamiento sectorial divergente.

En septiembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a descender, aunque sólo ligeramente, hasta el 9,1%, desde el 9,2% de agosto. A pesar de la moderación observada en los últimos meses, el crecimiento de los préstamos a los hogares siguió siendo elevado. La mayor parte del endeudamiento de este sector continuó teniendo su origen en los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 11% en septiembre, frente al 11,1% del mes precedente (véase cuadro 2). El pronunciado endeudamiento para adquisición de vivienda es consecuencia de la persistencia de unos tipos de interés hipotecarios reducidos en la zona del euro en su conjunto y de la vigorosa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. Sin embargo, en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006, las entidades participantes indicaron que, en general, se observaban señales de desaceleración de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda. Del lado

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Ago	2006 Sep
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,5</b>	<b>7,7</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>12,7</b>
Hasta un año	29,7	5,2	6,7	8,4	9,2	9,2	10,5
De uno a cinco años	18,3	8,5	11,5	15,8	19,0	19,5	20,6
Más de cinco años	52,0	8,9	10,0	11,0	11,2	11,2	11,4
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>49,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,1	7,8	8,2	8,2	8,5	8,4	8,3
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	70,6	11,1	11,8	12,1	11,3	11,1	11,0
Otras finalidades	16,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,5
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>1,0</b>	<b>29,3</b>	<b>32,9</b>	<b>41,2</b>	<b>36,7</b>	<b>34,3</b>	<b>37,1</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,8</b>	<b>14,1</b>	<b>16,2</b>	<b>19,0</b>	<b>17,2</b>	<b>19,3</b>	<b>17,2</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

de la oferta, en la encuesta se señalaba la creciente preocupación acerca de las perspectivas del mercado de la vivienda, un factor que provocó un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2006»). La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió hasta el 8,3% en septiembre (desde el 8,4% del mes anterior), pero sigue próxima al máximo del 8,7% registrado en 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 continuó aumentando en septiembre, y alcanzó el 12,7%. Por lo tanto, ha persistido la tendencia al alza observada desde principios del 2004. Este nuevo fortalecimiento fue prácticamente generalizado en todos los plazos de vencimiento, lo que probablemente se deba al efecto general de la mejora de la situación económica y a unas condiciones favorables para la financiación externa, a pesar de que en los últimos meses se ha registrado un leve aumento del coste de la financiación mediante deuda. La encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006 sugiere que los factores que están impulsando la elevada demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras son la intensificación del crecimiento de la inversión en capital fijo, el aumento de existencias y, aunque en menor medida que en encuestas anteriores, las operaciones de fusión y adquisición.

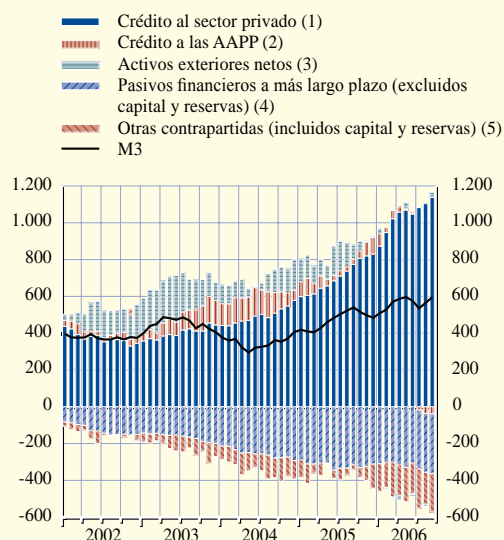
Si se considera la evolución del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro en su conjunto, en septiembre, la tasa de crecimiento interanual se elevó ligeramente con respecto al mes precedente, lo que oculta una nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector público, así como un nuevo aumento del crédito otorgado al sector privado. De este modo, la mayor exposición de las IFM al sector privado no sólo queda reflejada en el incremento de los préstamos a este sector, sino también en las mayores adquisiciones de valores emitidos por el sector privado por parte de las IFM.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) prácticamente no registró variaciones, y fue del 8,7% en septiembre. En el período de doce meses transcurrido hasta septiembre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se incrementó 30 mm de euros, tras descender 11 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta finales de agosto (véase gráfico 5). Por consiguiente, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se mantuvieron reducidos, aunque la variación observada con respecto al mes de agosto supuso una contribución ligeramente mayor de esta contrapartida al crecimiento interanual de M3.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés y la mejora de la situación económica continuaron

**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.

siendo los principales factores impulsores de la fortaleza de los préstamos de las IFM al sector privado. Al mismo tiempo, la contribución de los activos exteriores netos a la tasa de crecimiento interanual de M3 fue reducida, como se reflejó en una posición equilibrada, en general, de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM. Esto confirma la valoración de que la vigorosa expansión monetaria se sustenta, en la actualidad, en factores domésticos, fundamentalmente.

En el recuadro 3, titulado «Tendencias mundiales de los agregados monetarios: algunas cuestiones conceptuales», se consideran cuestiones relacionadas con la construcción de agregados monetarios mundiales utilizados para analizar la evolución a escala internacional.

## Recuadro 2

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE OCTUBRE DEL 2006

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2006<sup>1</sup>. Las entidades participantes en la encuesta señalaron que, durante el tercer trimestre del 2006, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no se habían modificado, en términos netos<sup>2</sup>, continuando con la tendencia del trimestre precedente. Al mismo tiempo, las entidades también indicaron una elevada demanda neta positiva de préstamos a empresas<sup>3</sup> en el tercer trimestre, aunque ligeramente inferior a la del trimestre anterior. Para el cuarto trimestre del 2006, las entidades participantes esperan que la citada demanda neta continúe siendo muy intensa, e incluso aumente, sin que varíen los criterios de concesión del crédito. Según las entidades participantes, las necesidades de financiación más estrechamente relacionadas con el nivel de actividad económica han pasado a ser el factor que más ha contribuido a la demanda neta positiva de préstamos.

En cuanto a los hogares, las entidades participantes también indicaron que los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no se habían modificado durante el tercer trimestre del 2006. Esta evolución, tras la relajación neta señalada en los dos trimestres anteriores, se debe, en parte, a una valoración más prudente de las perspectivas del mercado de la vivienda. Según la percepción de las entidades, durante ese mismo período, la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó disminuyendo, y registró un valor negativo por primera vez desde que empezó a realizarse la encuesta sobre préstamos bancarios, en abril del 2003. Se prevé que esta demanda neta negativa persista durante el último trimestre del 2006, en el que las entidades también esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no experimenten variaciones.

Los criterios de concesión del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares registraron una relajación neta en el tercer trimestre del 2006, que fue de magnitud similar a la del trimestre precedente, y se espera que continúe durante el último trimestre de este año. La demanda neta de crédito al consumo se redujo ligeramente del segundo al tercer trimestre del 2006, pero continuó siendo muy elevada, y se espera que aumente en el último trimestre del año.

1 El 3 de noviembre de 2006 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2006, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

## Préstamos o líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** En lo que respecta al tercer trimestre del 2006, las entidades participantes en la encuesta indicaron que, en términos netos, los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas no se modificaron, en su mayor parte, situándose en el 1%, en comparación con el 2% del trimestre anterior (véase el panel a del gráfico A). Los resultados correspondientes a los dos últimos trimestres confirman que los criterios de aprobación prácticamente no han experimentado variaciones en los últimos trimestres, a pesar de haberse registrado cierta volatilidad a corto plazo. Las entidades también prevén que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas no se modificarán en el próximo trimestre.

En cuanto a los factores determinantes de esta evolución, la presión de la competencia de otras entidades contribuyó a que se relajaran los criterios de concesión, al igual que en trimestres anteriores (véase al panel e del gráfico A). Por otro lado, las perspectivas relativas al sector o a empresas concretas, así como un aumento de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades, siguieron favoreciendo un endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito (véanse los paneles b y d del gráfico A). En cuanto a las condiciones del crédito, las entidades relajaron los criterios de concesión, en parte a través de menores exigencias de garantías, pero fundamentalmente mediante una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios, aunque menos acusada que en el trimestre anterior. Al igual que en trimestres precedentes, se observó un incremento neto de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo, debido, posiblemente, a la percepción de un aumento de los riesgos relacionados con las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas.

**Gráfico A Cambios en los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito aplicados a empresas**

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2006.

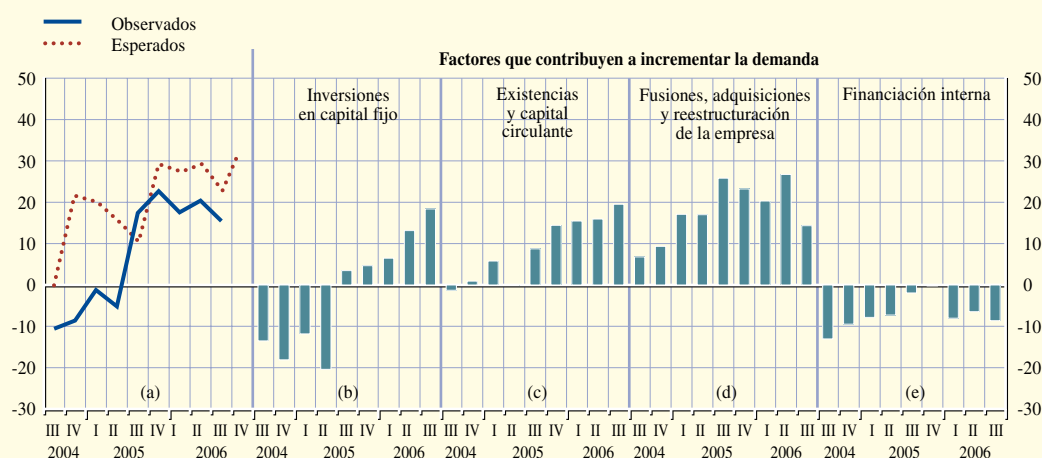
En cuanto al tamaño de los prestatarios, los criterios de aprobación aplicados, en términos netos, a las grandes empresas prácticamente no registraron variaciones, mientras que los aplicados a pequeñas y medianas empresas se relajaron ligeramente. En cuanto al vencimiento, la mayor parte de las condiciones aplicadas, en términos netos, a los préstamos a corto plazo y a largo plazo, no se modificaron con respecto al trimestre precedente.

**Demanda de préstamos:** Al igual que en las cuatro últimas encuestas, la demanda neta de préstamos a empresas continuó siendo muy elevada en el tercer trimestre del 2006, aunque fue ligeramente inferior a la de la encuesta de julio del 2006 (el 16% en octubre, en comparación con el 20% en julio del 2006, véase el panel a del gráfico B). Se espera que la demanda neta de préstamos vuelva a aumentar en el cuarto trimestre de este año. En cuanto al tamaño de los prestatarios, la demanda neta de préstamos por parte de pequeñas y medianas empresas continúa siendo más intensa (el 21%) que la de las grandes empresas (el 15%), y se sitúa en un nivel similar al del trimestre precedente en ambas categorías de empresas.

Según las entidades participantes en la encuesta, las necesidades de financiación relacionadas más estrechamente con el nivel de actividad económica —concretamente, existencias, capital circulante e inversiones en capital fijo— se han convertido en los factores que más han contribuido a la demanda neta positiva de préstamos (véanse los paneles b y c del gráfico B). Esto representa la continuación de una tendencia que se inició en el tercer trimestre del 2005. De igual modo, otros factores de carácter más financiero, como las necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones y la reestructuración de la deuda, también han seguido favoreciendo la demanda neta de préstamos, aunque su importancia ha estado disminuyendo en comparación con trimestres anteriores (véase el panel d del gráfico B). Al mismo tiempo, el mayor recurso a fuentes de financiación alternativas —principalmente, financiación interna— ha ayudado a moderar la evolución de la demanda neta (véase el panel e del gráfico B).

**Gráfico B Cambios en la demanda de las empresas de préstamos o líneas de crédito**

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2006.



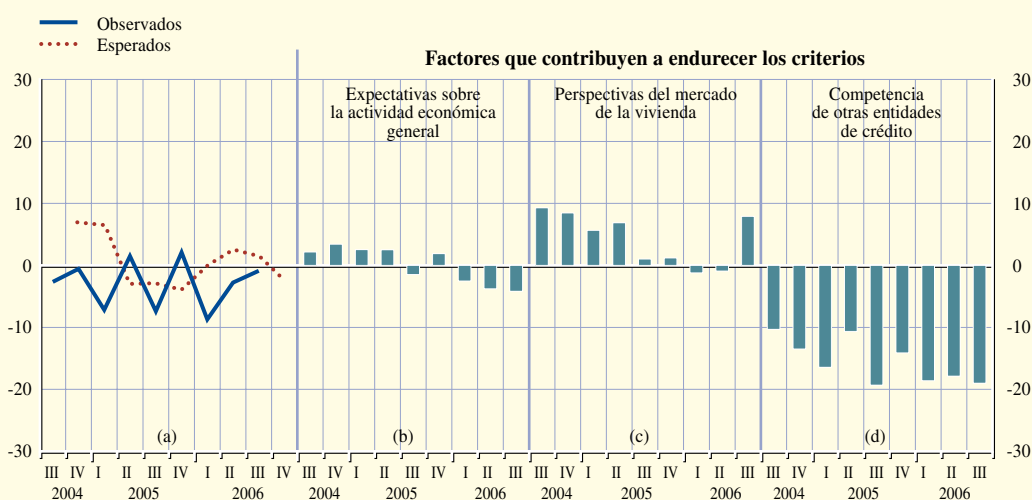
## Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades prácticamente no modificaron los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el tercer trimestre del 2006, y no prevén modificarlos en el último trimestre del año. Esto contrasta con la relajación neta de los dos primeros trimestres del 2006 (véase el panel a del gráfico C). Al igual que en trimestres anteriores, la competencia de otras entidades fue el factor que más contribuyó a la relajación de los criterios de concesión (véase el panel d del gráfico C). Al mismo tiempo, las perspectivas del mercado de la vivienda contribuyeron, en términos netos, al endurecimiento de los criterios de aprobación (véase el panel c del gráfico C). Las condiciones relativas a los márgenes de los préstamos ordinarios se relajaron, en términos netos (aunque en menor medida que en trimestres precedentes). La relación entre el principal y el valor de la garantía, y la ampliación de los plazos de vencimiento de los préstamos, también favorecieron la relajación de los criterios. En cambio, las condiciones relacionadas con los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se endurecieron en términos netos.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó disminuyendo y registró un valor negativo en el tercer trimestre del 2006 (descendiendo del 4% de julio al -6% de octubre). Las entidades participantes en la encuesta también esperan que la demanda neta permanezca en el -6% en el último trimestre del 2006 (véase el panel a del gráfico D). El empeoramiento de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, así como los préstamos de otras entidades y la menor contribución del gasto de consumo no relacionado con la adquisición de vivienda, dieron lugar a esta disminución neta de la demanda de préstamos. Desde que empezó a realizarse la encuesta sobre préstamos bancarios, esta es la primera vez que las citadas perspectivas no han contribuido positivamente a la demanda neta de préstamos. Por otra parte, la

**Gráfico C Cambios en los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

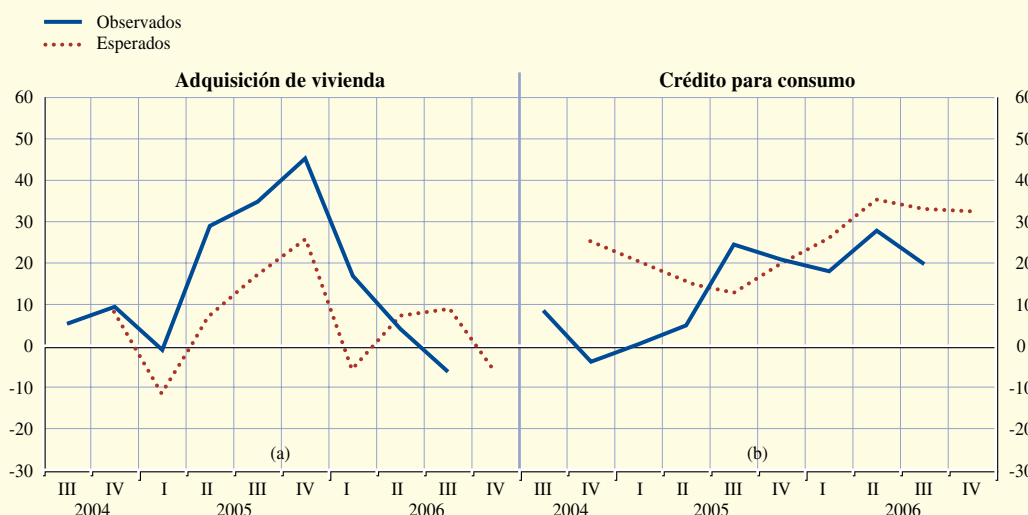
(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2006.

**Gráfico D Cambios en la demanda de los hogares de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo**

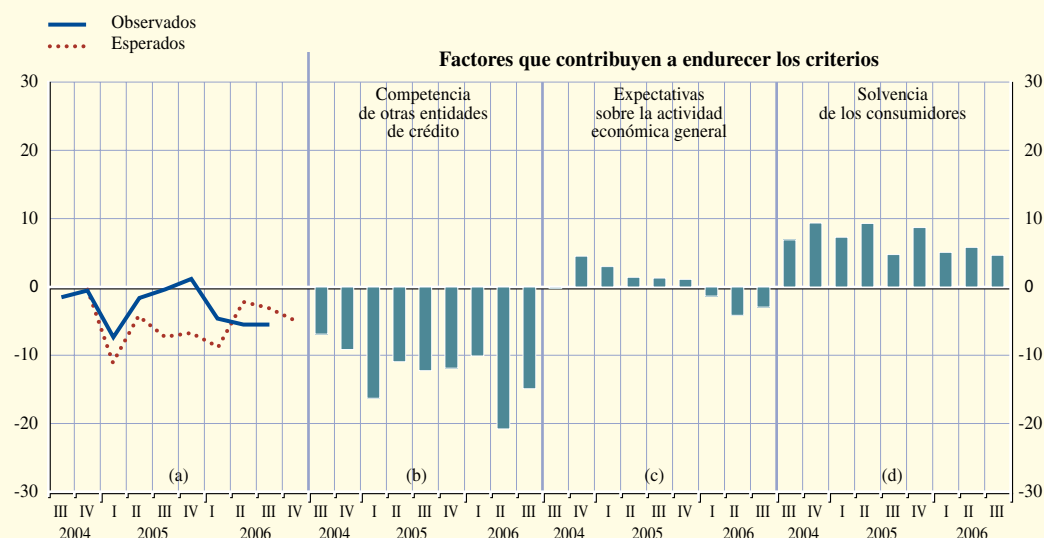
(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2006.

**Gráfico E Cambios en los criterios de concesión de los préstamos aplicados a hogares para crédito al consumo y otros préstamos**

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2006.

confianza de los consumidores y el ahorro de las familias contribuyeron, en cierta medida, a una demanda neta positiva de préstamos.

### **Préstamos para crédito al consumo y otros préstamos a hogares**

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre del 2006, los criterios de concesión del crédito para consumo y de otros préstamos a hogares registraron una relajación, en términos netos, del -6%, al igual que en el trimestre anterior (véase el panel a del gráfico E), y se espera que permanezcan en ese nivel en el próximo trimestre. Entre los factores que han contribuido a la relajación neta de los citados criterios se encuentran la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, así como unas perspectivas algo más favorables en cuanto a la actividad económica general (véanse los paneles b y c del gráfico E). La contribución neta de estos factores fue, no obstante, menos intensa que en el trimestre precedente. En lo que respecta a las condiciones, la relajación de los criterios de aprobación del crédito para consumo y de otros préstamos a hogares se llevó a cabo, fundamentalmente, a través de los márgenes de los préstamos ordinarios que, en particular, se relajaron considerablemente, mientras que los de los préstamos de mayor riesgo continuaron endureciéndose en términos netos. Todas las demás condiciones prácticamente no se modificaron en relación con el trimestre anterior, excepto las relativas al plazo de vencimiento de los préstamos, que contribuyeron ligeramente a una relajación neta.

**Demanda de préstamos:** Las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de crédito al consumo continuó siendo muy positiva, pese a haber disminuido ligeramente en el tercer trimestre del 2006 (hasta el 20%, desde el 28% de la encuesta de julio, véase el panel b del gráfico D). Los principales factores impulsores de la elevada demanda neta positiva de este tipo de crédito continuaron siendo la confianza de los consumidores, el ahorro de las familias y el gasto en bienes de consumo duradero, aunque este último disminuyó de forma significativa, desde el 30% en el segundo trimestre hasta el 13% en octubre.

Recuadro 3

TENDENCIAS MUNDIALES DE LOS AGREGADOS MONETARIOS: ALGUNAS CUESTIONES CONCEPTUALES

En el período de elevada incertidumbre financiera, económica y geopolítica comprendido entre el 2001 y mediados del 2003, se observó un fuerte crecimiento monetario a nivel mundial al buscar los inversores activos más seguros en un momento de volatilidad de los mercados financieros. Posteriormente, cuando disminuyó la incertidumbre, el crecimiento monetario mundial se moderó. En el recuadro titulado «Tendencias mundiales de los agregados monetarios en los últimos años», del Boletín Mensual de enero del 2004, el análisis del crecimiento monetario mundial se basó en una medida construida con los agregados monetarios amplios de cinco grandes economías industrializadas (la zona del euro, Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y Canadá) convertidos a euros mediante los tipos de cambio correspondientes a la paridad del poder adquisitivo (tipos de cambio PPA). La construcción de un agregado monetario mundial da lugar a varias preguntas en relación con la metodología utilizada: ¿Habría que centrarse en los agregados monetarios amplios o en los estrechos? ¿Qué economías habría que incluir? ¿Deberían utilizarse los tipos de cambio PPA o los tipos de cambio de mercado para efectuar la conversión a una moneda común? En este recuadro se comparan distintos conceptos para construir medidas del dinero mundial.

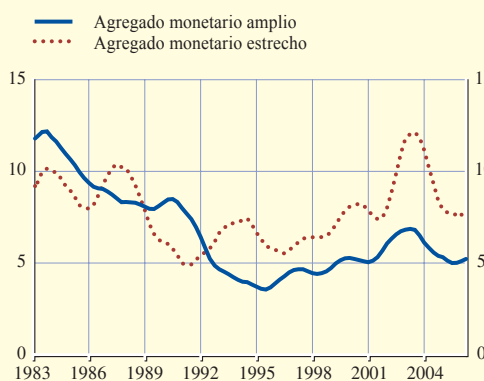
¿Cuál es el efecto de utilizar agregados monetarios estrechos en lugar de agregados monetarios amplios?

Para construir una medida del dinero mundial se pueden utilizar agregados monetarios estrechos, que habitualmente incluyen monedas, billetes y depósitos a la vista muy líquidos, o agregados monetarios amplios, que incluyen además de los activos anteriores, depósitos e instrumentos negociables menos líquidos. Los agregados monetarios amplios suelen proporcionar una representación menos volátil y tal vez más precisa del crecimiento monetario de las distintas economías, pues captan importantes procesos de sustitución entre los diferentes activos monetarios. Al mismo tiempo, centrarse en los agregados monetarios estrechos puede tener la ventaja de que los componentes son, habitualmente, más homogéneos de una economía a otra y, por lo tanto, facilita la interpretación de la medida mundial..

El crecimiento del agregado monetario amplio mundial, que se presenta en el recuadro del Boletín Mensual del BCE de enero del 2004, aumentó rápidamente a finales de los años ochenta, antes de descender a una tasa interanual inferior al 4% a mediados de la década de los noventa (véase gráfico A). En la segunda mitad de los años noventa se observó un crecimiento gradual en el contexto de una fuerte expansión económica. Posteriormente, entre el 2001 y mediados del 2003, en un marco de elevada incertidumbre económica y financiera, se registró un incremento más acusado de este agregado. Desde el 2003, el crecimiento del agregado monetario amplio mundial ha retornado a niveles similares a los observados a finales de los años noventa.

Gráfico A Crecimiento de los agregados monetarios amplios y estrechos mundiales

(tasas de variación interanual; media móvil de dos años; datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Eurostat, BPI y OCDE.

Nota: Las series son la suma simple de los respectivos agregados monetarios de Estados Unidos, la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Canadá, convertidos a euros mediante tipos de cambio PPA.

La medida correspondiente del dinero mundial construida a partir de agregados monetarios estrechos ha mostrado desde mediados de la década de los noventa un patrón de crecimiento prácticamente similar al seguido por la medida basada en agregados amplios. El carácter más pronunciado del máximo de la medida estrecha entre el 2001 y el 2004 refleja, entre otros factores, el fuerte impacto del tipo de interés nulo y de la política de «relajación cuantitativa» del Banco de Japón sobre la contribución de este país al crecimiento del agregado monetario estrecho mundial.

### ¿Cuál es el efecto de incluir las economías emergentes?

Para garantizar una cobertura satisfactoria de la evolución monetaria mundial, se han de incluir en cualquier medida mundial las tres principales áreas económicas (la zona del euro, Estados Unidos y Japón), mientras que la inclusión de otros países es, hasta cierto punto, arbitraria. En particular, la dinámica monetaria mundial puede estar muy influida actualmente por la evolución que se observa en importantes economías emergentes, como los países denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Sin embargo, si bien la inclusión de esas economías mejora la medida mundial en lo que se refiere a la evolución más reciente, la falta de series temporales históricas válidas para algunos de esos países suele dificultar la posibilidad de comparar la medida mundial en el tiempo y reduce, por consiguiente, su contenido informativo. Esto es lo que ocurriría, por ejemplo, si se incluyeran los activos monetarios de Rusia o de China correspondientes a períodos en los que esas economías todavía eran planificadas.

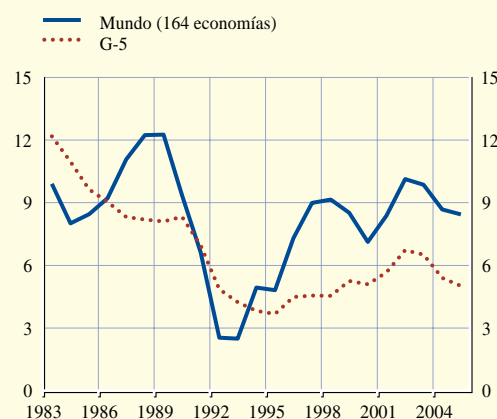
Si se compara la medida del crecimiento del agregado monetario mundial que se basa en las cinco grandes economías industrializadas mencionadas anteriormente (G-5) con una medida basada en 164 economías, se observan diferencias manifiestas en el nivel de las tasas de crecimiento (véase gráfico B). Al mismo tiempo, el perfil a largo plazo de la evolución es prácticamente similar, en concreto para el período transcurrido desde finales de los años noventa.

### ¿Qué efectos tiene utilizar tipos de cambio de mercado en lugar de tipo de cambio PPA para efectuar la conversión a una moneda común?

Los saldos monetarios denominados en distintas monedas nacionales pueden convertirse a una moneda común utilizando bien los tipos de cambio PPA o bien los tipos de cambio de mercado<sup>1</sup>. Si se utilizan estos últimos, se da por supuesto que todos los activos monetarios pueden convertirse a una moneda única al tipo de cambio al contado del mercado de divisas. No obstante, esta forma de

**Gráfico B Crecimiento del agregado monetario amplio mundial**

(tasas de variación interanual; media móvil de dos años; datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Eurostat, FMI, BPI y OCDE.

Nota: G-5 es la suma simple de los agregados monetarios amplios de Estados Unidos, la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Canadá, convertidos a euros mediante tipos de cambio PPA. Mundo es la suma simple de los agregados monetarios amplios de 164 países, convertidos a euros mediante tipos de cambio PPA.

<sup>1</sup> Para el período anterior a 1999, la serie temporal de la zona del euro se basa en los tipos de cambio fijados irrevocablemente. Es posible concebir un agregado mundial basado en tipos de cambio fijo entre las economías incluidas en el mismo.

conversión no presta atención a las diferencias en el poder adquisitivo de estas monedas de un país a otro, por lo que existen ciertas ventajas si se utilizan los tipos de cambio PPA, que tienen en cuenta de forma explícita las diferencias en el nivel de precios de las distintas economías<sup>2</sup>. Habitualmente, se considera que las contribuciones al agregado mundial de los tipos de cambio PPA son menos volátiles que las de los tipos de cambio de mercado si las condiciones monetarias del conjunto de las economías en estudio han sido prácticamente similares<sup>3</sup>. A este respecto, el motivo de construir medidas del dinero mundial a partir de tipos de cambio PPA, sobre todo cuando sólo se tienen en cuenta los países del G-5, es reducir el fuerte impacto del tipo de cambio en la evolución del agregado.

El gráfico C presenta las tasas de crecimiento interanuales de las medidas construidas sobre la base de tipos de cambio de mercado y de tipos de cambio PPA y muestra que en la tasa de crecimiento del agregado monetario construido a partir de tipos de cambio de mercado se aprecia una volatilidad más elevada que en la tasa de crecimiento de la medida basada en tipos de cambio PPA, mientras que el nivel medio de crecimiento es prácticamente similar.

### Conclusión

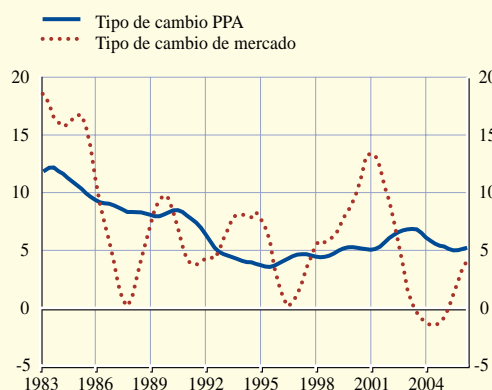
Pueden construirse distintas medidas del crecimiento monetario mundial utilizando conceptos alternativos relativos al ámbito geográfico, a la amplitud de los agregados monetarios y a los tipos de cambio empleados para convertir los saldos monetarios a una moneda común. En este recuadro se muestra que el hecho de usar agregados monetarios estrechos en lugar de amplios, o de incluir economías emergentes además de las economías industrializadas, provoca diferencias en el nivel del crecimiento monetario mundial, mientras que el patrón de crecimiento sigue siendo muy similar. Al mismo tiempo, la utilización de tipos de cambio de mercado en lugar de tipos de cambio PPA implica una mayor volatilidad en la evolución del dinero mundial, mientras que el nivel medio de crecimiento se mantiene prácticamente inalterado. Por lo tanto, en conjunto, al analizar la dirección general de la expansión monetaria mundial, se observa que el agregado monetario amplio construido sobre la base de las economías del G-5 y de los tipos de cambio PPA constituye una medida adecuada.

2 Véase también el recuadro titulado «Medición del crecimiento mundial: ¿son importantes las ponderaciones?», en el Boletín Mensual de junio del 2006.

3 Un contraejemplo serían las economías que han sufrido períodos de fuerte inflación, o incluso de hiperinflación, y, en este contexto, han experimentado una acusada depreciación de sus monedas, al tiempo que contaban con saldos monetarios importantes. Efectuar una conversión de estos importantes saldos monetarios con tipos de cambio de mercado reduciría automáticamente la contribución a la evolución monetaria mundial, mientras que una conversión con tipos de cambio PPA exageraría el impacto sobre la evolución mundial.

**Gráfico C Crecimiento del agregado monetario amplio mundial basado en diferentes tipos de cambio**

(tasas de variación interanual; media móvil de dos años; datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Eurostat, BPI y OCDE.

Nota: Los agregados monetarios mundiales son la suma simple de los agregados monetarios de Estados Unidos, la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Canadá, convertidos a euros mediante tipos de cambio PPA.

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

En agosto del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó siendo elevada. El origen de esta evolución fue el 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 permaneció en los comparativamente reducidos niveles observados en los meses anteriores. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo estable, 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 7,3% en agosto del 2006, desde el 7,1% de julio (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, que se situó en el 15,6% en agosto, continuó superando con creces la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores a tipo de interés fijo, que fue del 3,9%. Sin embargo, si se considera en retrospectiva un período algo más prolongado, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable ha caído desde el máximo del 22,1% de junio del 2005. En ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo ha tendido a aumentar –desde un nivel muy reducido– y se situó en el 5,4% en agosto del 2006. En general, esta evolución indica que, en conjunto, el porcentaje de emisiones a corto plazo y a largo plazo a tipo de interés variable en las emisiones netas de valores distintos de acciones se ha incrementado, representando, respectivamente, el 16% y el 36% de dichas emisiones en el período comprendido entre enero y agosto del 2006, en comparación con las emisiones a largo plazo a tipo de interés fijo, con un porcentaje del 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 descendió hasta el 3,9% en agosto (véase gráfico 7). El relativamente moderado crecimiento observado en períodos recientes –especialmente si se compara con

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Ago	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Jul	2006 Ago
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>10.817</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
IFM	4.396	10,0	9,2	8,9	9,2	8,3	8,5
Instituciones financieras no monetarias	1.058	19,4	21,7	25,6	26,7	26,6	28,2
Sociedades no financieras	630	2,3	3,5	3,4	3,7	5,1	3,9
Administraciones Públicas	4.733	4,5	4,3	3,7	3,0	2,7	3,1
De las cuales:							
Administración Central	4.434	4,0	3,8	3,2	2,5	2,2	2,5
Otras Administraciones Públicas	300	12,2	12,3	11,8	11,4	11,6	12,0
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>5.536</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
IFM	959	2,7	2,2	1,2	1,5	1,9	1,6
Instituciones financieras no monetarias	594	2,5	3,1	3,4	2,2	1,5	1,5
Sociedades no financieras	3.983	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».



la fuerte expansión de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras— puede deberse, en parte, a un proceso de sustitución entre fuentes de financiación externas relacionadas con un incremento de la oferta de préstamos bancarios. Esto puede deberse, en particular, al aumento de las operaciones de fusión y adquisición que se están financiando con préstamos bancarios sindicados, en lugar de recurrir a la emisión de valores de renta fija privada, como sucedió en la anterior oleada de fusiones y adquisiciones registrada a principios de este siglo. En agosto, 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 -4,5%, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de este sector descendió hasta el 5,5%.

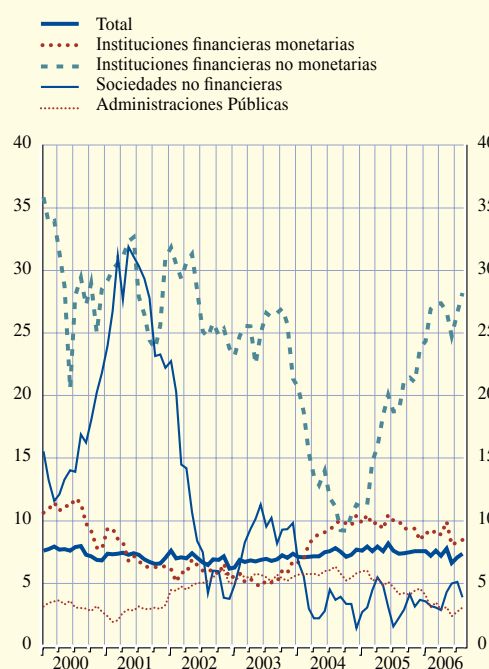
En agosto del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se incrementó de nuevo, hasta el 8,5%, desde el 8,3% de julio. Si se considera en retrospectiva un período más prolongado, el crecimiento de las emisiones a tipo de interés fijo ha tendido a fortalecerse ligeramente desde mediados del 2005, mientras que el de las emisiones a tipo de interés variable se ha debilitado. 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 de interés variable. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo ha continuado descendiendo, sigue siendo relativamente elevada, del 13,7%. En general, es probable que el acusado crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de las IFM sea reflejo de la elevada demanda de financiación resultante del vigoroso crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras.

En agosto 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 28,2%. Este elevado nivel de crecimiento está relacionado, en gran medida, con las sociedades no financieras, las IFM y otros intermediarios que proporcionan financiación externa indirectamente a través de instituciones financieras no monetarias que utilizan filiales financieras y entidades de propósito especial. A este respecto, el elevado nivel de emisiones por parte de las instituciones financieras no monetarias también puede estar relacionado con operaciones de recompra con apalancamiento financiero, que han sido muy numerosas en el 2006.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas, que se incrementó ligeramente en agosto del 2006, hasta el 3,1% (desde el 2,7% de julio), parece haber interrumpido su tendencia a la baja en un nivel relativamente próximo a los mínimos históricos observados a principios del 2001. Estos movimientos son reflejo, fundamentalmente, de la evolución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central (que se

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

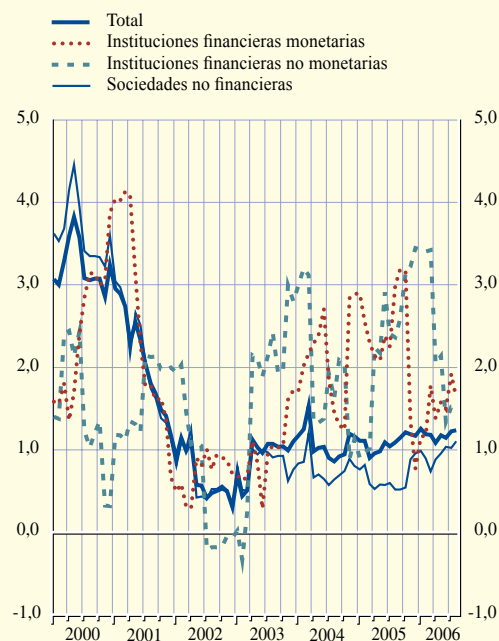
(tasas de crecimiento interanual)



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

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

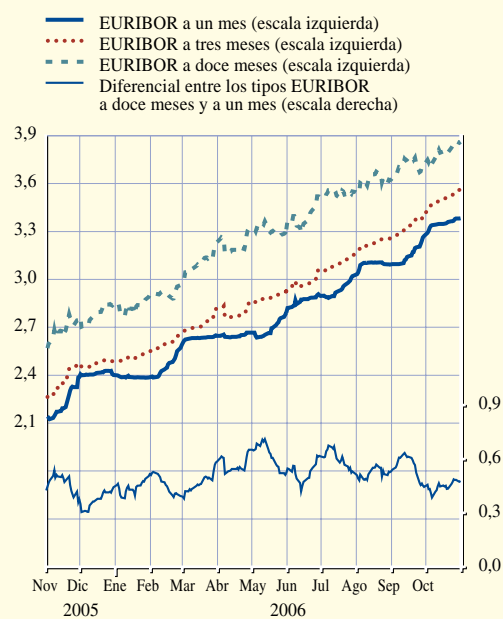
(tasas de crecimiento interanual)



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

**Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

situó en el 2,5% en agosto). La expansión de la actividad emisora de otras Administraciones Públicas continúa siendo considerablemente más intensa, con una tasa interanual del 12% en agosto del 2006.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo estable en agosto, en el 1,2%. En términos de emisiones por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan aproximadamente tres cuartas partes del saldo vivo de este tipo de valores, prácticamente no se modificó con respecto al mes anterior, y fue del 1,1% en agosto (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM descendió en agosto, hasta el 1,6%, descendió hasta el 1,6% en agosto, desde el 1,9% de julio.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*En octubre 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 largo plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación durante el mes.*

En el período comprendido entre finales de septiembre y el 31 de octubre de 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron, y los aumentos más pronunciados se observaron a los plazos más largos de la curva de rendimientos. En comparación con

finales de septiembre, los tipos se elevaron 11, 15, 14 y 14 puntos básicos, respectivamente, y el 31 de octubre se situaron en el 3,38%, el 3,56%, el 3,70% y el 3,86%. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 44 puntos básicos a finales de septiembre a 48 puntos básicos el 31 de octubre (véase gráfico 8).

El 31 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 situaban en el 3,71%, el 3,85% y el 3,88%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a finales de agosto, estos tipos se incrementaron 3, 6 y 8 puntos básicos, respectivamente.

Al principio del período de mantenimiento que comenzó el 6 de septiembre, el EONIA se situó en el 3,06%, esto es, 6 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. No obstante, a comienzos de la segunda semana de ese período, el EONIA empezó a descender, y el 22 de septiembre se situaba tan solo

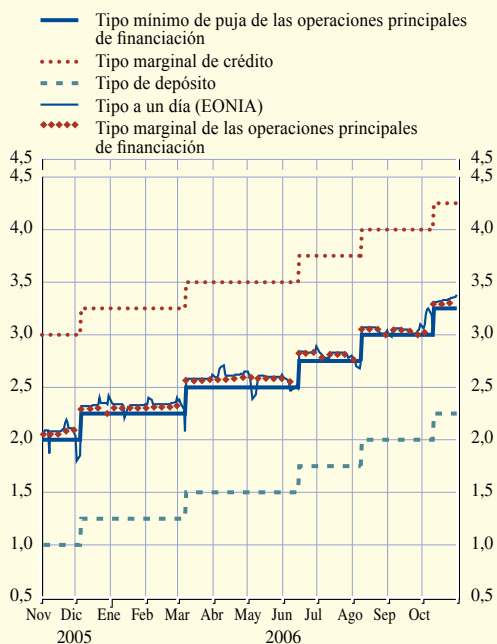
1 punto básico por encima del tipo mínimo de puja. Considerando los logros alcanzados en la reducción del diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja en los últimos meses, y con el fin de atenuar el riesgo de insuficiencia de pujas en las operaciones principales de financiación del Eurosistema, el BCE decidió volver a adjudicar volúmenes acordados con la adjudicación de referencia a partir de la operación semanal ejecutada el 26 de septiembre. En los días posteriores, el EONIA se elevó, y registró un máximo del 3,25% el 6 de octubre. El 10 de octubre, esto es, el último día del período de mantenimiento, el EONIA cayó hasta el 3,09%, tras conocerse la decisión del BCE de realizar una operación de ajuste que proporcionó 9,5 mm de euros, con el que restaurar una situación más equilibrada de liquidez en el mercado monetario. A principios del siguiente período de mantenimiento, el EONIA aumentó hasta el 3,31%, lo que supuso un diferencial de 6 puntos básicos con respecto al nuevo nivel en que se situó el tipo mínimo de puja después de la decisión del Consejo de Gobierno de subir los tipos de interés oficiales del BCE. A partir de la segunda semana, el EONIA comenzó a elevarse, y el 31 de octubre se situaba en el 3,38%, debido al efecto de fin de mes.

En las dos primeras operaciones principales de financiación del Eurosistema del período de mantenimiento que comenzó el 11 de octubre, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 3,29% y el 3,30%, respectivamente, esto es, 4 y 5 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. Los dos tipos se incrementaron 1 punto básico en la operación ejecutada el 25 de octubre. En la operación principal de financiación realizada el 31 de octubre, la última del período de mantenimiento, estos tipos se elevaron otro punto básico, alcanzando el 3,31% y el 3,32%, respectivamente.

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 25 de octubre, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 3,48% y el 3,50%, respectivamente. Estos tipos de las subastas eran 6 y 4 puntos básicos inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

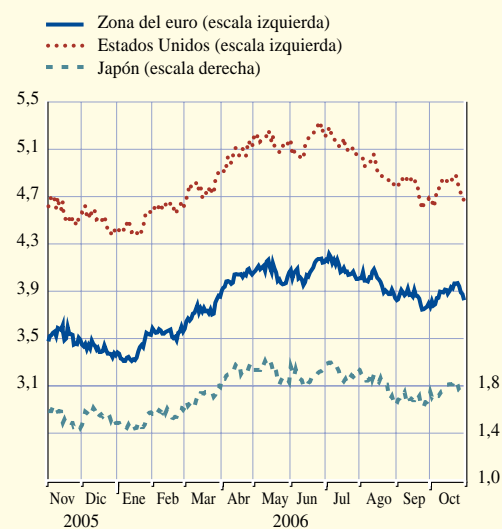
En octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo apenas experimentó cambios en la zona del euro y en Estados Unidos, pese a observarse fluctuaciones relativamente pronunciadas en el transcurso del mes. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas a largo plazo, registraron escasas variaciones. La evolución reciente del rendimiento de los bonos estadounidenses, que parece haber estado determinada, principalmente, por el cambio de opinión de los participantes en el mercado respecto a la actividad económica futura, afectó también al rendimiento de la deuda pública de la zona del euro.

Pese a experimentar fluctuaciones relativamente acusadas en el transcurso del mes, en octubre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo, en general, estable a ambos lados del Atlántico, con lo que se interrumpió la tendencia a la baja del rendimiento nominal y real observada desde comienzos de julio (véase gráfico 10). En Estados Unidos, la preocupación de los inversores acerca de la desaceleración de la actividad económica pareció disminuir en las primeras semanas de octubre, posiblemente en respuesta a una marcada revisión al alza de anteriores cifras de empleo de Estados Unidos. Sin embargo, hacia finales de mes la publicación de datos de crecimiento económico que no respondieron a las expectativas del mercado volvió a inquietar a los inversores. En la zona del euro, parece que la actitud ligeramente más optimista de los participantes en el mercado respecto a la actividad económica futura se vio respaldada por los favorables indicadores de las encuestas y por las cifras de producción industrial de los países de mayor tamaño de la zona.

En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro aumentó unos 5 puntos básicos entre finales de septiembre y el 31 de octubre, fecha en la que se situó en el 3,8%. Durante el mismo período, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años disminuyó unos 5 puntos bá-

**Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)

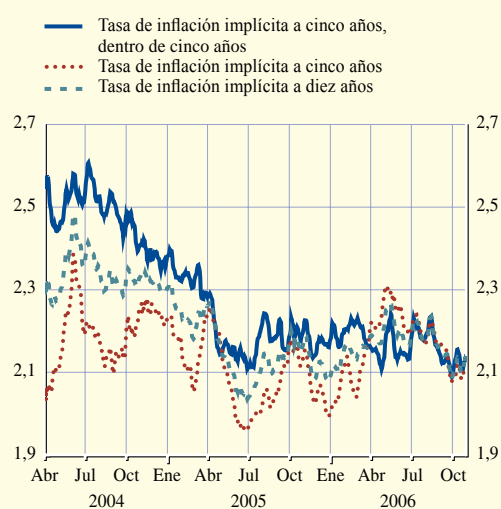


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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 de cupón cero**

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

sicos, situándose en torno al 4,7% el 31 de octubre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó ligeramente respecto a sus niveles de finales de septiembre, hasta situarse alrededor del 1,7% a finales de octubre. La evolución de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija sugiere que la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas de la renta fija a corto plazo decreció tanto en la zona del euro como en Estados.

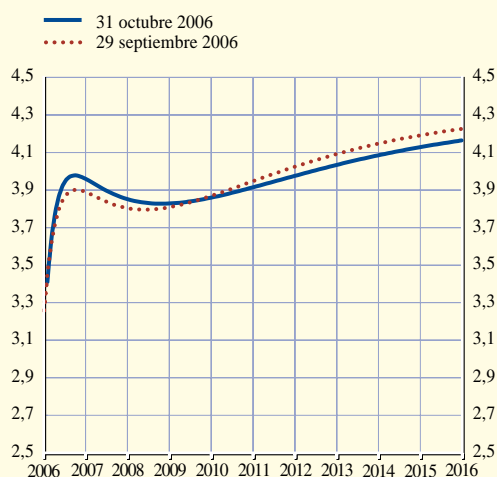
En Estados Unidos, el aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en las primeras semanas de octubre fue consecuencia del incremento del rendimiento real, que creció más que el rendimiento nominal. A su vez, gran parte de la elevación del rendimiento real y del nominal estuvo probablemente relacionada con la publicación, a comienzos de octubre, de datos que revelaban una pronunciada revisión al alza de anteriores cifras de empleo de Estados Unidos. En línea con las expectativas del mercado, el 25 de octubre el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió no modificar su tipo de interés de los fondos federales, y la nota de prensa que anunciaba esta decisión tuvo como consecuencia un ligero descenso del rendimiento de la renta fija en todos los plazos. La publicación, el 27 de octubre, de datos indicativos de que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre no había respondido a las expectativas del mercado contribuyó también a invertir la anterior tendencia al alza del rendimiento de los bonos. Las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas, disminuyeron ligeramente en octubre, especialmente en los plazos medios, mientras que, en general, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación se incrementó levemente.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública creció ligeramente, lo que supuso un moderado estrechamiento del diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro. El aumento inicial del rendimiento nominal de la deuda pública de la zona del euro estuvo determinado, en gran medida, por el incremento del rendimiento real, en un contexto de sólidas cifras de producción industrial en las economías de mayor tamaño de la zona. A la elevación del rendimiento de la deuda pública contribuyeron también los indicadores de las encuestas de opinión, que resultaron ser ligeramente más favorables de lo que esperaban los participantes en el mercado. Además, el moderado aumento de las expectativas del mercado respecto a los tipos de interés futuros a corto plazo acentuó las presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Sin embargo, tras la evolución observada en Estados Unidos, el anterior incremento del rendimiento de la deuda pública quedó casi enteramente neutralizado en la última semana de octubre.

La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, apenas experimentó variaciones, manteniéndose

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

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

dentro de un estrecho intervalo comprendido entre el 2% y el 2,25% (véase gráfico 11). Pese al reciente descenso de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, la tasa de inflación implícita a cinco años se mantuvo también prácticamente estable.

La publicación de datos generalmente favorables sobre la actividad económica y el clima empresarial en la zona del euro contribuyó, probablemente, al desplazamiento al alza de la curva de tipos *forward* implícitos a un día observado en los plazos cortos a medios (véase gráfico 12). Por el contrario, la decisión de elevar en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, adoptada por el Consejo de Gobierno el 5 de octubre y que había sido anticipada por los participantes en el mercado, sólo tuvo un efecto limitado sobre la estructura temporal de los tipos de interés.

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

*En agosto del 2006, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM continuó con la tendencia al alza, aunque permanecieron en un nivel relativamente reducido.*

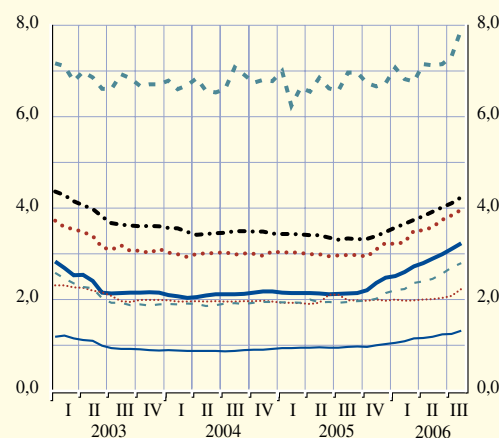
En agosto del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se elevaron, en general, en comparación con el mes anterior. En la mayor parte de los casos, estos aumentos fueron de aproximadamente la misma magnitud que los observados en los tipos de interés del mercado monetario similares (véanse cuadro 4 y gráfico 13). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para consumo constituyeron una excepción, ya que registraron un acusado incremento en agosto. Al mismo tiempo, las variaciones de los tipos de interés aplicados por este sector a los descubiertos en cuenta y a los depósitos a la vista fueron menos pronunciadas, como suele ser habitual.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM ha aumentado en los últimos meses, siguiendo las variaciones de los tipos del mercado monetario, que llevan incrementándose desde septiembre del 2005. No obstante, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM han tendido a subir menos que sus equivalentes del mercado monetario. El tipo de interés a tres meses del mercado monetario, por ejemplo, registró un alza de unos 110 puntos básicos en el período comprendido entre septiembre del 2005 y agosto del 2006. En comparación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depó-

**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 operaciones<sup>1)</sup>)

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



Fuente: BCE.

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



sitos hasta un año de los hogares se elevaron 85 puntos básicos, aproximadamente. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año aumentaron entre 85 y 100 puntos básicos.

En agosto del 2006, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se incrementó (véanse cuadro 4 y gráfico 14). En el período comprendido hasta agosto del 2006, los aumentos fueron, en general, de magnitud inferior a los observados en los tipos de interés de mercado a plazos similares. Es

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados <sup>1)</sup> )							Variaciones en puntos básicos hasta ago 2006 <sup>2)</sup>		
	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Jul	2006 Ago	2006 Ene	2006 Abr	2006 Jul
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,96	2,14	2,36	2,56	2,69	2,79	59	39	10
A plazo a más de dos años	2,02	2,18	2,43	2,57	2,79	2,82	39	35	3
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,98	1,97	1,98	2,03	2,08	2,23	24	23	15
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,29	2,30	2,37	2,52	2,57	2,63	32	21	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,97	1,03	1,15	1,23	1,25	1,32	27	16	7
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,04	2,26	2,48	2,70	2,78	2,91	64	39	13
A plazo a más de dos años	2,98	3,55	3,34	3,23	3,90	3,56	14	-14	-34
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,97	6,73	6,77	7,15	7,32	7,91	84	76	59
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,32	3,48	3,74	4,02	4,11	4,23	66	41	12
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,00	4,03	4,23	4,51	4,55	4,62	50	27	7
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,13	5,14	5,30	5,46	5,52	5,58	35	17	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	3,81	3,99	4,23	4,47	4,58	4,67	59	33	9
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,06	4,10	4,19	4,40	4,45	4,52	39	33	7
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	2,97	3,24	3,50	3,74	3,84	3,96	75	45	12
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	4,45	49	23	-3
<b>Pro memoria:</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,14	2,47	2,72	2,99	3,10	3,23	72	44	13
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,21	2,80	3,22	3,47	3,58	3,59	73	22	1
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,60	3,07	3,47	3,78	3,84	3,75	65	4	-9

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.



probable que esta evolución sea reflejo de los desfases que suelen producirse 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 cabe observar que los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras han fluctuado considerablemente en los últimos meses, alcanzando un nivel comparable al registrado en el último trimestre del 2005.

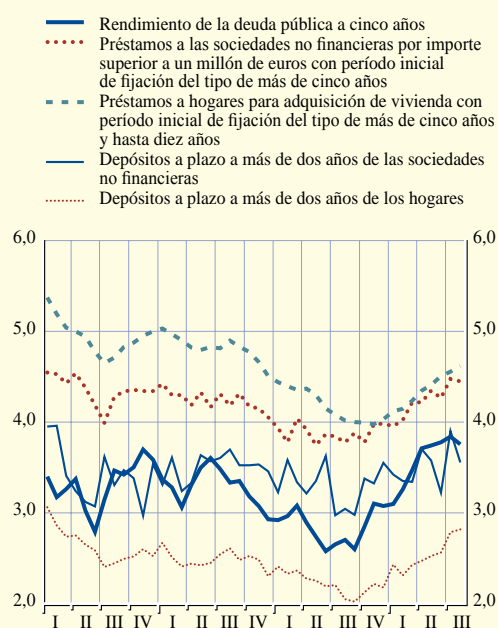
Si se considera en retrospectiva un período algo más prolongado, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM ha seguido la trayectoria alcista observada en los tipos de interés de mercado equivalentes desde septiembre del 2005. No obstante, estos incrementos –de 50 a 60 puntos básicos, aproximadamente–, han seguido siendo considerablemente inferiores a los registrados en los tipos de interés de mercado a largo plazo, lo que ha conllevado una reducción de los diferenciales bancarios. El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro, por ejemplo, se elevó 115 puntos básicos entre septiembre del 2005 y agosto del 2006. En comparación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial del fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años sólo aumentaron unos 65 puntos básicos en ese período. En el caso de los préstamos a sociedades no financieras con período inicial del fijación del tipo de más de cinco años, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos por importe superior a 1 millón de euros registraron un alza superior a los de los préstamos por importe inferior o igual a 1 millón de euros entre septiembre del 2005 y agosto del 2006 (en torno a 60 y 50 puntos básicos, respectivamente). Esto supone que, en la actualidad, el diferencial de tipos de interés de los préstamos a largo plazo por distintos importes no es significativo. Los incrementos observados en la mayor parte de los tipos de interés de los depósitos entre septiembre del 2005 y agosto del 2006 fueron considerablemente más reducidos que los de los préstamos a largo plazo. La única excepción la constituyeron los tipos aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares, que aumentaron 80 puntos básicos durante el mismo período.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En octubre, las cotizaciones bursátiles volvieron a subir en los principales mercados. La reciente publicación de datos de beneficios empresariales y las fusiones y adquisiciones en curso parecen haber contribuido a favorecer las cotizaciones bursátiles y a reducir la incertidumbre de los participantes en*

**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 operaciones<sup>1)</sup>)



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.

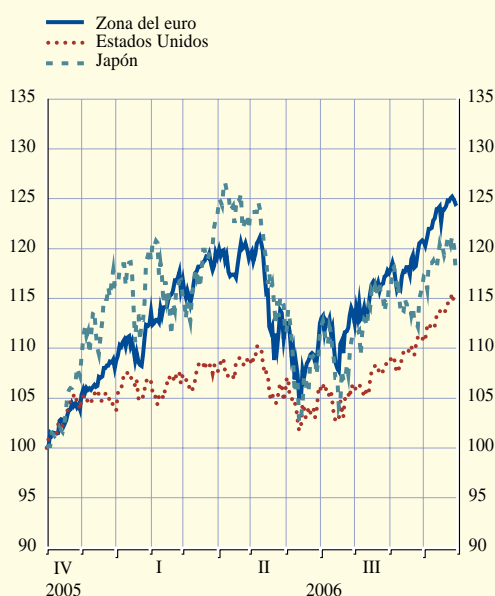
el mercado, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable. Hacia finales de octubre, la publicación de datos que sugerían un debilitamiento del crecimiento económico en Estados Unidos pareció tener una influencia opuesta, ejerciendo presiones a la baja sobre los precios de las acciones.

En octubre, los índices bursátiles amplios de los principales mercados volvieron a subir (véase gráfico 15), impulsados por el fuerte crecimiento de los beneficios empresariales, las operaciones de fusiones y adquisiciones en curso y nuevos descensos de los precios de la energía. 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, respectivamente, ganaron en torno a un 3% entre finales de septiembre y el 31 de octubre. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, subieron también moderadamente. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, siguió disminuyendo ligeramente respecto a los máximos alcanzados en junio, situándose en niveles relativamente reducidos en los principales mercados (véase gráfico 16).

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles subieron nuevamente en octubre. Las cifras publicadas hasta el momento sobre los beneficios registrados por las grandes empresas estadounidenses en el tercer trimestre evidencian que los resultados empresariales siguen mostrando un fuerte crecimiento, que ha superado, en general, las expectativas de los analistas. El crecimiento de los beneficios por acción se mantiene en tasas de dos dígitos, aunque en niveles ligeramente inferiores a los

Gráfico 15 Índices bursátiles

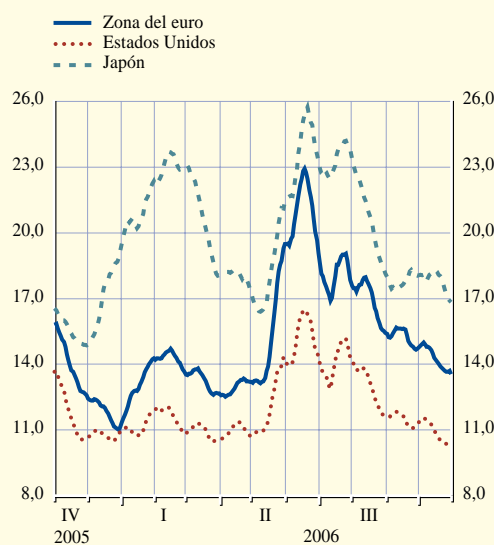
(índice: 1 noviembre 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.  
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades 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.

del año anterior. Además, las cotizaciones bursátiles se han beneficiado de una evolución generalmente favorable de los precios de la energía. Al mismo tiempo, las menores expectativas del mercado respecto a una relajación de la política monetaria estadounidense en un futuro próximo actuaron en sentido contrario en octubre, ejerciendo temporalmente presiones a la baja sobre los precios de las acciones.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro volvieron también a subir durante el período considerado, situándose, el 31 de octubre, muy por encima de los niveles alcanzados antes de la perturbación que afectó al mercado en mayo y junio. Por un lado, la publicación de datos indicativos de que el vigoroso crecimiento económico persistiría en el tercer trimestre y, por otro, las importantes fusiones y adquisiciones que se estaban llevando a cabo tuvieron un efecto favorable sobre las cotizaciones bursátiles. En octubre, los analistas de los mercados de renta variable esperaban que el crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuviera en torno al 10%, en los próximos doce meses, y alrededor del 8%, en los próximos tres a cinco años. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita volvió a descender, señal de una menor incertidumbre en torno a la evolución futura de los precios de las acciones, que puede haber originado una ligera reducción de las primas de riesgo exigidas por los inversores. Impulsados, en parte, por los mismos factores, los diferenciales de la renta fija privada BBB y de los seguros de riesgo de crédito de la zona del euro se han estrechado en los últimos meses (véase el recuadro 4, titulado «Perspectivas de los diferenciales de crédito de las empresas en la zona del euro»), tras el máximo observado en mayo y junio.

## Recuadro 4

## PERSPECTIVAS DE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO DE LAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO

Los diferenciales de crédito son una medida de la prima de riesgo que las empresas pagan a los inversores en compensación por una serie de riesgos asociados a la renta fija privada. Uno de los más importantes es el riesgo de crédito, que se materializa cuando los emisores no pueden hacer frente a tiempo a los pagos de principal e intereses. La capacidad de las empresas de cumplir sus obligaciones depende, fundamentalmente, de su patrimonio neto y de sus perspectivas de beneficios, que se ven afectadas por el estado del ciclo económico y por las expectativas de los inversores acerca de la fortaleza futura de la economía. Por consiguiente, la información relativa a los diferenciales de crédito puede ayudar a comprender la opinión del mercado respecto a la situación económica de las empresas. Al mismo tiempo, varios factores financieros contribuyen a determinar el nivel del riesgo de crédito, señalado por los diferenciales de crédito.

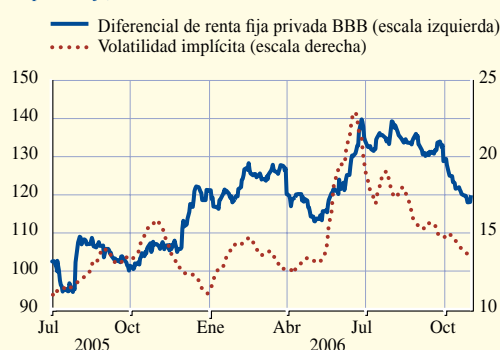
En particular, las empresas cuyos activos sean más volátiles son más susceptibles de incumplir sus obligaciones de pago. Por lo tanto, los inversores en renta fija exigirán una compensación adicional en forma de un mayor diferencial de rendimiento con respecto a los tipos de interés sin riesgo. Así pues, cabe esperar una fuerte relación positiva entre los diferenciales de crédito y la volatilidad implícita de los mercados de renta variable. Los diferenciales entre el rendimiento de la renta fija privada BBB y el de la deuda pública, y la volatilidad implícita obtenida del índice EURO STOXX 50 parecen mostrar tendencias comunes (véase gráfico A). Cuando la volatilidad implícita disminuye, los diferenciales de crédito se estrechan, y viceversa<sup>1</sup>.

En mayo del 2006 se produjo un cambio de tendencia en la tolerancia al riesgo de los inversores y, al crecer notablemente la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, los mercados de renta fija privada se tornaron más vulnerables a una revalorización del riesgo. Los diferenciales de la renta fija privada y de los seguros de riesgo de crédito se ampliaron considerablemente. Sin embargo, a partir de finales de junio los diferenciales de crédito comenzaron a estrecharse de nuevo, mientras que la volatilidad de los mercados de renta variable disminuía de forma significativa.

Otro factor que contribuye al estrechamiento de los diferenciales de crédito es el vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales, que ha elevado la rentabilidad hasta niveles máximos en todos los principales mercados. En efecto, los datos de septiembre sugieren un crecimiento interanual de un 10% de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX en los próximos doce meses, lo

## Gráfico A Diferenciales de crédito de las empresas y volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(diferenciales de crédito, en puntos básicos; volatilidad implícita, en porcentaje)

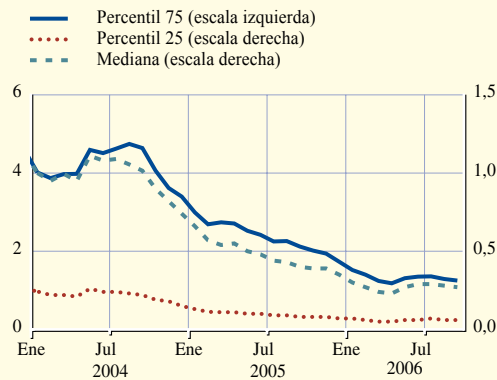


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

<sup>1</sup> Véase también el recuadro 2, titulado «Determinantes de la caída de los diferenciales de renta fija privada en los últimos años», en el Boletín Mensual de enero del 2005.

**Gráfico B Frecuencias de impago esperadas de las sociedades no financieras de la zona del euro**

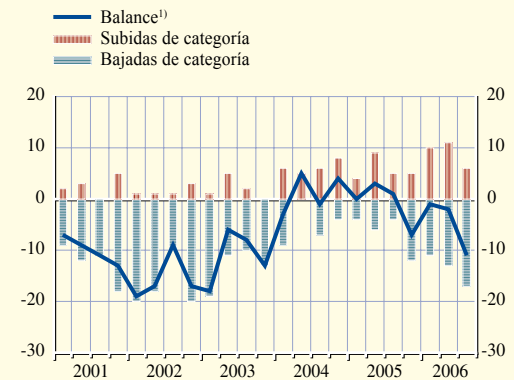
(porcentaje de probabilidad de impago en los próximos 12 meses)



Fuente: Moody's KMV.

**Gráfico C Cambios en las calificaciones crediticias del sector de sociedades no financieras**

(número de subidas y bajadas de categoría)



Fuente: Moody's Credit Trends.

1) El balance es la diferencia entre las subidas y bajadas de categoría de las calificaciones crediticias.

que, unido a los reducidos niveles de volatilidad de los mercados de renta variable, puede considerarse actualmente como el principal factor determinante de los niveles relativamente moderados de los diferenciales de crédito. La evolución de las frecuencias de impago esperadas<sup>2</sup> sugiere que las perspectivas de crédito siguen siendo favorables, aunque las probabilidades de impago de las empresas menos solventes, reflejadas por el percentil 75, han aumentado ligeramente en los últimos cuatro meses (véase gráfico B).

Sin embargo, pese a los resultados relativamente satisfactorios de los últimos tres meses y del reducido nivel de los diferenciales, el entorno general del mercado de crédito podría apuntar a un ligero deterioro de la situación. En los últimos cuatro trimestres se ha registrado un balance negativo en los cambios de las calificaciones crediticias entre las subidas y bajadas de categoría de las sociedades no financieras, con lo que se ha invertido la tendencia alcista observada hasta el tercer trimestre del 2005 (véase gráfico C). No puede descartarse la posibilidad de que la calidad del crédito pueda deteriorarse ligeramente, como resultado del número creciente de fusiones y adquisiciones financiadas mediante deuda, de operaciones de compra con apalancamiento financiero, de compra de acciones y de pagos de dividendos extraordinarios, que tienen frecuentemente efectos negativos sobre el apalancamiento de las empresas interesadas. El creciente apalancamiento por parte de las empresas queda también evidenciado por el aumento de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras observado en los últimos trimestres, hecho que se desprende, asimismo, de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006.

En conjunto, la escasa volatilidad implícita de los mercados de renta variable, así como la persistencia de una elevada rentabilidad, proporcionan evidencias de que los diferenciales de crédi-

2 La frecuencia de impago esperada es la probabilidad de que una empresa deje de atender sus obligaciones de pago de principal o intereses en un horizonte temporal concreto (normalmente, un año).

to podrían mantenerse en niveles reducidos en un futuro próximo. Aunque las perspectivas relativas a la calidad del crédito de las empresas siguen siendo buenas, existen ciertos indicios de que con el tiempo podrían producirse algunos ajustes, como consecuencia del mayor endeudamiento.

### 3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro descendió por debajo del 2% en septiembre, como consecuencia, principalmente, de efectos de base y de la disminución de los precios del petróleo, y se estima que se ha mantenido en este nivel en octubre también. Los precios de consumo, excluida la energía, han evolucionado generalmente en línea con las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, correspondientes al mes de septiembre del 2006. Desde una perspectiva a más largo plazo, sobre la base de los actuales futuros sobre precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro volverá, probablemente, a elevarse en los próximos meses, debido a efectos de base y a un aumento de los impuestos indirectos. Además, aunque las presiones sobre los precios internos permanecen moderadas, especialmente las de los costes laborales, se espera que el impacto retardado de los anteriores incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas ejercerá nuevas presiones al alza sobre los precios de consumo. La evolución de los precios industriales, en particular los de los bienes intermedios, indica que se mantienen presiones latentes sobre los precios. En general, los riesgos para la estabilidad de precios siguen siendo claramente alcistas.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE OCTUBRE DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,6% en octubre, frente al 1,7% de septiembre (véase cuadro 5). Aunque no se publicará el detalle del IAPC hasta mediados de noviembre, la información actualmente disponible del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea sugiere una nueva reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los productos derivados del petróleo.

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA SEPTIEMBRE DEL 2006

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó de forma significativa en septiembre del 2006, hasta el 1,7%, desde el 2,3% del mes anterior (véase gráfico 17). Esta marcada reducción, y los menores descensos registrados en los dos meses precedentes, fueron debidos, fundamentalmente, a la evolución de los precios de la energía. En septiembre, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo sin cambios en el 1,5%.

La tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IAPC disminuyó 6,6 puntos porcentuales en septiembre, hasta situarse en el 1,5%. Aproximadamente la mitad de este des-

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2004	2005	2006 May	2006 Jun	2006 Jul	2006 Ago	2006 Sep	2006 Oct
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,2	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6
Energía	4,5	10,1	12,9	11,0	9,5	8,1	1,5	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	1,5	2,1	3,2	3,9	4,6	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	2,2	2,2	2,3	2,2	1,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	.
Servicios	2,6	2,3	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,3	4,1	6,0	5,8	6,0	5,7	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	55,7	55,4	58,8	57,8	50,3	47,7
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	31,5	22,0	26,7	26,8	26,4	28,7

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

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



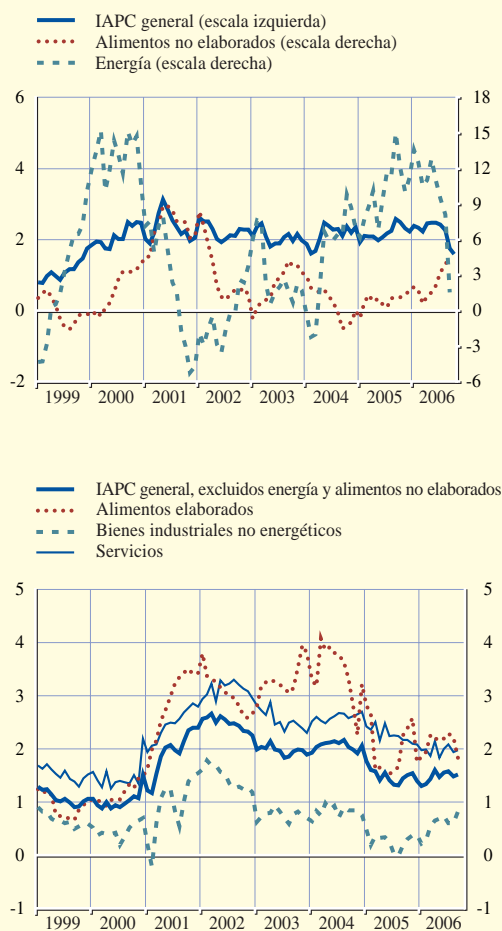
censo fue consecuencia de un efecto de base de la fuerte subida que experimentaron los precios del petróleo el año pasado (tras el paso de los huracanes Katrina y Rita), mientras que la otra mitad fue resultado de la caída de la tasa de variación intermensual de los precios energéticos, que se redujo un 3,2% en septiembre. El pronunciado ascenso registrado el año pasado y el acusado descenso observado este año están relacionados, en parte, con la distinta evolución de los precios del petróleo y de la gasolina (véase recuadro 5).

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados volvió a aumentar en septiembre, hasta el 4,6%, situándose muy por encima de las tasas registradas a comienzos del año (este año, la tasa de variación interanual más baja de estos precios, el 0,6%, fue observada en marzo). Este incremento fue determinado, principalmente, por los precios de las frutas y hortalizas, en los que influyeron, con toda probabilidad, el calor y la sequía de este verano, y también, en cierta medida, por la subida de los precios de la carne. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se sitúa en estos momentos ligeramente por encima de la observada en septiembre del 2003, mes en el que alcanzó su máximo, debido a las condiciones meteorológicas extremas de aquel verano.

Tal y como se indica anteriormente, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, no experimentó variaciones en septiembre. Sin embargo, esta evolución oculta movimientos compensatorios entre los precios de los alimentos elaborados y los de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó en septiembre, como resultado, fundamentalmente, de un efecto de base de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania en septiembre del 2005. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó 0,2 puntos porcentuales en septiembre, hasta el 0,8%, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios del vestido y el calzado, que se vieron afectados por factores estadísticos en Italia y Portugal. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se situó en el 2% en septiembre, frente al 1,9% de agosto, debido, básicamente, a la evolución de los precios de las telecomunicaciones y de la educación.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

## Recuadro 5

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DE LA GASOLINA

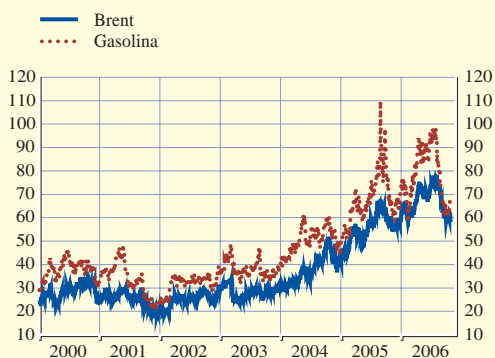
Desde mediados de agosto, los precios del petróleo han bajado de forma significativa. Concretamente, el precio del Brent ha pasado de estar por encima de los 78 dólares por barril a situarse por debajo de los 60 dólares por barril a finales de octubre. Este descenso se ha visto acompañado por la caída de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo. Sin embargo, aunque los precios del petróleo son uno de los principales determinantes de los precios de consumo de estos productos, parece que la reducción del margen del refino ha influido también notablemente en los últimos meses. En este recuadro se amplía la información sobre esta evolución<sup>1</sup>.

En los últimos meses, los precios del petróleo han registrado un pronunciado descenso con respecto al máximo alcanzado a comienzos de agosto, situándose en la actualidad un 25% por debajo del nivel de agosto (véase gráfico A). Durante el mismo período, los precios de la gasolina han experimentado un descenso incluso más acusado, ya que han disminuido un 35%. En consecuencia, el diferencial entre el precio del Brent y el de la gasolina (el margen del refino) se ha reducido sensiblemente, desde aproximadamente unos 20 dólares por barril a comienzos de agosto, hasta un nivel cercano a cero a mediados de octubre (véase gráfico B). El estrechamiento de este diferencial refleja, principalmente, la disminución de las recientes tensiones del mercado de la gasolina en Estados Unidos, que ha permitido que los precios de la gasolina bajaran más rápidamente que los precios del petróleo. Tal y como se indicaba en el recuadro del año pasado (véase nota 1 a pie de página), cambios importantes en el mercado estadounidense pueden tener repercusiones en los precios internacionales. Al descenso de los precios de la gasolina registrado recientemente han contribuido, fundamentalmente, la estación relativamente benigna de tormentas tropicales observada en el Golfo de México y una suave transición hacia nuevos productos (por ejemplo, los que contienen una mezcla de etanol) en Estados Unidos, país en el que la temporada de mayor uso del automóvil, período que se caracteriza tradicionalmente por una fuerte de-

<sup>1</sup> Para más información sobre la relación entre los precios del petróleo y de la gasolina, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina», en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

#### Gráfico A Precios del petróleo

(dólares/barril; datos diarios)

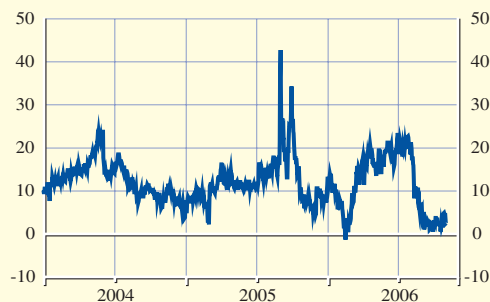


Fuente: Bloomberg.

Nota: Las cifras corresponden al precio del Brent negociado en el Intercontinental Exchange y de la gasolina sin plomo negociada en el New York Mercantile Exchange, con entrega franco a bordo en el puerto de Nueva York. El último valor se refiere al 31 de octubre de 2006.

#### Gráfico B Diferencial entre los precios de la gasolina y del Brent

(dólares/barril; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las cifras corresponden al diferencial entre el precio del Brent negociado en el Intercontinental Exchange y el de la gasolina sin plomo negociada en el New York Mercantile Exchange, con entrega franco a bordo en el puerto de Nueva York. El último valor se refiere al 31 de octubre de 2006.

manda de gasolina, pudo terminar sin que se produjeran grandes perturbaciones en el refino. Por otro lado, las existencias de gasolina de Estados Unidos, inusualmente abundantes para esta época del año, fueron origen de presiones adicionales a la baja sobre los precios de la gasolina. La reducción del margen del refino contrasta particularmente con la situación observada en agosto y septiembre del 2005, meses en los que los daños a la infraestructura energética del Golfo de México producidos por los huracanes Katrina y Rita hicieron subir los precios del refino de gasolina y acentuaron marcadamente la diferencia entre los precios del petróleo y de la gasolina.

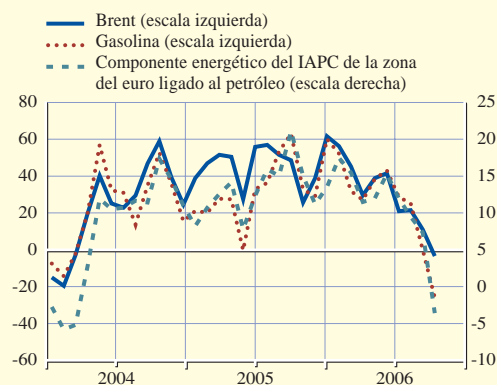
En general, durante el período 2004-2006 las variaciones del margen del refino han mostrado, en promedio, una mayor volatilidad que en el período transcurrido desde 1990, por lo que han incidido de forma significativa en la evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo<sup>2</sup> en la zona del euro (véase gráfico C). Este efecto fue particularmente evidente en septiembre del 2005, mes en el que la tasa de variación interanual de los precios del petróleo disminuyó, mientras que las tasas correspondientes de la gasolina y del componente energético del IAPC ligado al petróleo aumentaron. De forma similar, en septiembre del 2006 las tasas de variación interanual de la gasolina y del componente energético del IAPC ligado al petróleo registraron un mayor descenso que la del petróleo.

Desde una perspectiva de futuro, cabe destacar que la brecha actual entre los precios de la gasolina y del petróleo parece ser relativamente estrecha. Desde 1990, la diferencia entre estos precios ha sido, en promedio, de 7,7 dólares. Si sólo se considera el período transcurrido desde comienzos del 2004, se observa una mayor diferencia, que alcanza los 12,2 dólares. Dado que no puede descartarse que esta reducida diferencia pueda crecer, ello supondría un riesgo de posibles presiones al alza sobre los precios de consumo de los productos derivados del petróleo.

<sup>2</sup> Los productos derivados del petróleo son los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para material de transporte personal incluidos en el IAPC.

**Gráfico C Precios del petróleo y precios de consumo de los productos derivados del petróleo**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



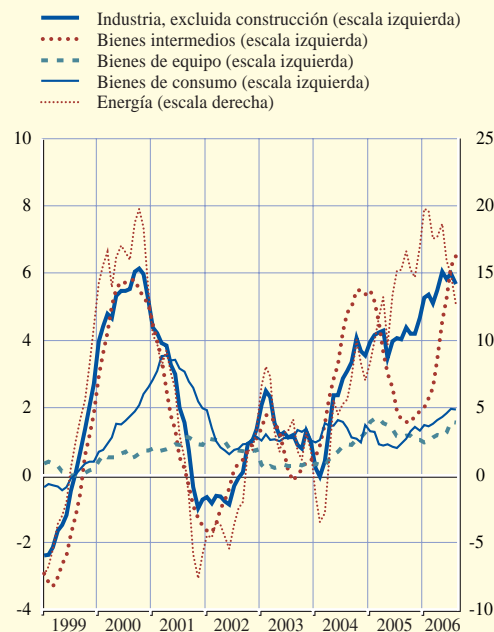
Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las cifras corresponden al precio en euros del Brent negociado en el Intercontinental Exchange y de la gasolina sin plomo negociada en el New York Mercantile Exchange, con entrega franco a bordo en el puerto de Nueva York. El componente energético del IAPC de la zona del euro ligado al petróleo se refiere a los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para material de transporte personal incluidos en el IAPC.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre precios industriales de la zona del euro desde la publicación del último Boletín Mensual. Aunque la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, disminuyó en agosto 0,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 5,7% (véase gráfico 18), los precios industriales, excluida la energía, siguieron mostrando una tendencia al alza, como resultado, principalmente, de los precios de los bienes intermedios, que alcanzaron su tasa de variación interanual más alta en diez años. Por otro lado, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo ha estado subiendo en los últimos doce meses, aunque hasta un nivel más moderado.

**Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales**

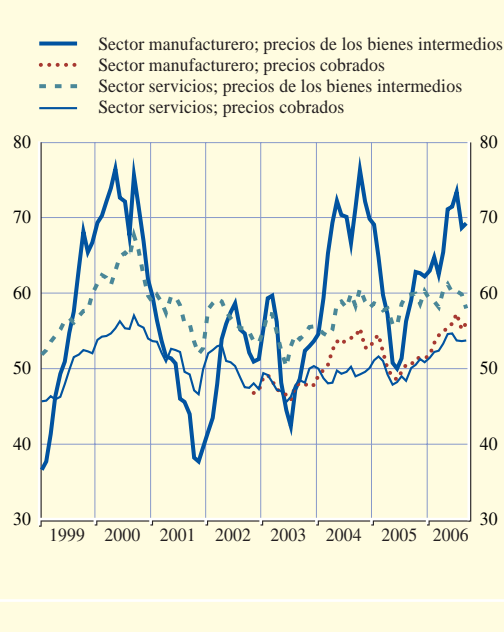
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

Los datos nacionales de precios industriales disponibles para septiembre sugieren una situación prácticamente similar a la registrada en agosto. Concretamente, la tasa de variación del índice general de precios industriales puede bajar más, como consecuencia de la evolución de los precios de la energía, pero se espera que la tasa de variación interanual de la inflación en los precios industriales, excluida la energía, se mantenga en niveles elevados.

Los indicadores de precios de las encuestas correspondientes a septiembre (no se disponía de datos de octubre en el momento de redactar el presente comentario) apuntaban a fuertes presiones sobre los precios de los bienes intermedios del sector manufacturero y del sector servicios, aunque señalaban cierta moderación en este último sector (véase gráfico 19). De forma similar, el indicador de precios cobrados permanecía en cotas altas en estos dos sectores, lo que sugiere que las empresas han trasladado parte del aumento de los costes de los bienes intermedios a sus clientes.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Tras la publicación de los datos de remuneración por asalariado del segundo trimestre del 2006, se dispone ahora de los datos de los tres principales indicadores de costes laborales de la zona del euro (junto con los salarios negociados y los costes laborales por hora) correspondientes a ese trimestre. Cada uno de estos indicadores muestra una tendencia al alza en relación con las tasas medias observadas en el 2005 (véanse cuadro 6 y gráfico 20). En el segundo trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de

la zona del euro se situó en el 2,1%, frente al 1,9% del trimestre anterior. Sin embargo, pese al repunte generalizado de los indicadores de costes laborales, cabe destacar que cada de uno de ellos se ha visto afectado, en alguna medida, por factores nacionales específicos relacionados con pagos extraordinarios. Así pues, a pesar del reciente repunte, y siempre que no se produzca una nueva aceleración, se considera que la evolución de los costes laborales de la zona del euro se ha mantenido relativamente moderada en el primer semestre del 2006.

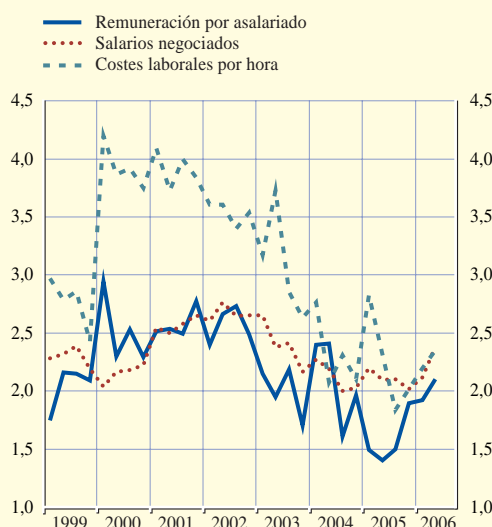
Esta opinión viene corroborada por la evolución de los costes laborales unitarios, ya que el incremento cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo en línea con la actividad económica ha contribuido, en conjunción con la moderación salarial, a contener las tasas de crecimiento interanual en el 0,6% en el segundo trimestre.

Por sectores, cabe tener en cuenta que la evolución de los costes laborales ha de interpretarse con cautela, debido a su volatilidad y a la posibilidad de revisiones. En el sector industrial, el crecimiento de la remuneración por asalariado ha ido aumentando de forma constante desde comienzos del 2005 (véase gráfico 21). Sin embargo, parte de este aumento puede ser debido al incremento cíclico de la media de horas trabajadas en la industria, valoración que viene confirmada por la evolución subyacente de los costes laborales por hora en la industria. Esta última serie presenta un perfil estacional dinámico pero volátil, y el pico del segundo trimestre del 2006 se explica, probablemente, por la realización de unos pagos extraordinarios. En cuanto a la evolución de los costes laborales en los servicios de mercado, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se ha mantenido más estable, ligeramente por debajo del 2%, en los últimos tres años. Así lo confirma el índice de costes laborales por hora de los servicios de mercado.

En conjunto, se estima que las presiones inflacionistas del mercado de trabajo han permanecido moderadas, pese al repunte general del crecimiento de los costes laborales registrado en el segundo trimestre.

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

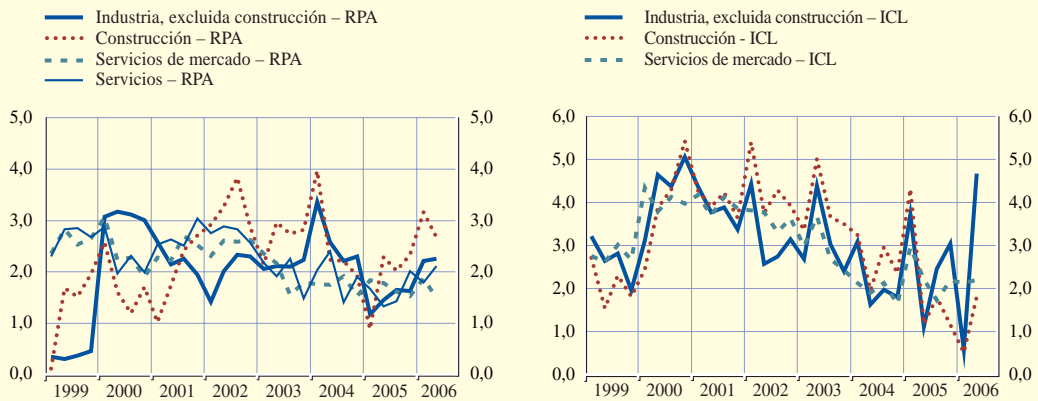
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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	2,1
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,0	0,7	0,5	0,9	1,0	1,2	1,4
Costes laborales unitarios	1,1	0,9	0,9	0,5	0,8	0,8	0,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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, 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 efectivamente un fenómeno transitorio.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La disminución de los precios del petróleo observada desde agosto ha dado lugar a una reducción significativa de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, hasta niveles inferiores al 2%. Desde una perspectiva a más largo plazo, sobre la base de los actuales futuros sobre precios del petróleo, cabe esperar que los efectos de base de los descensos de los precios del petróleo registrados a finales del 2005 y el probable impacto del incremento del IVA alemán previsto para enero del 2007 originen un nuevo aumento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en los próximos meses. Esta valoración es compartida, en general, por los expertos en previsión económica del sector privado, que prevén una inflación del 2,1% en el 2007 (véase recuadro 6).

Por lo que se refiere a las presiones inflacionistas subyacentes, es probable que el reciente descenso de los precios del petróleo sólo tenga un ligero efecto moderador, dados los prolongados retrasos con los que los efectos indirectos se transmiten a lo largo de la cadena de producción. Por otra parte, existen evidencias de presiones al alza sobre los precios industriales y de consumo, como consecuencia de los efectos indirectos de los anteriores aumentos de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo. Sólo se espera un lento crecimiento de otras presiones inflacionistas internas subyacentes, especialmente las de los costes laborales, debido a la expectativa de que perdure la moderación salarial.

Estas perspectivas están sujetas a varios riesgos claramente alcistas, relacionados con una mayor transmisión de lo previsto de los anteriores aumentos de los precios del petróleo a los precios de consumo, y con la modificación de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Además, no pueden excluirse nuevos incrementos de los precios del petróleo y, lo que es más importante, en un contexto favorable de crecimiento y de mejora de la situación en los mercados de trabajo, una evolución salarial menos moderada de lo esperado entrañaría importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

## Recuadro 6

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL CUARTO TRIMESTRE DEL 2006**

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre del 2006 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 17 y el 23 de octubre de 2006. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro. Las previsiones fueron solicitadas para el conjunto de la zona del euro, incluida Eslovenia a partir del 2007. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

**Expectativas de inflación para los años 2006, 2007 y 2008**

En general, los participantes en la EPE rebajaron ligeramente sus expectativas de inflación para el 2006, que sitúan ahora en el 2,2%, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la tasa prevista en la EPE del tercer trimestre de este año (véase cuadro)<sup>1</sup>. El principal motivo de esta revisión es la fuerte caída de los precios del petróleo registrada en agosto y septiembre, que ha propiciado también una inflación más baja de lo previsto en los últimos meses. Pese al reciente descenso de los precios del petróleo, en promedio, las expectativas de inflación de los encuestados para el 2007 se mantuvieron sin cambios en el 2,1%, lo que parece reflejar mayores expectativas de crecimiento económico, pero también expectativas de inflación anteriormente más reducidas, en comparación con otras previsiones disponibles. Las previsiones de la EPE para el 2007 se mantienen 0,1 puntos porcentuales por debajo de las publicadas recientemente por

1 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet [www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

**Resultados de la EPE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2006	Septiembre 2007	2007	Septiembre 2008	2008	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE IV 2006	2,2	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9
<i>EPE anterior (III 2006)</i>	2,3	-	2,1	-	1,9	1,9
Consensus Economics (octubre 2006)	2,3	-	2,2	-	1,9	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2006)	2,2	-	2,2	-	1,9	1,9
Crecimiento del PIB real	2006	II 2007	2007	II 2008	2008	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE IV 2006	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<i>EPE anterior (III 2006)</i>	2,2	-	1,8	-	2,0	2,1
Consensus Economics (octubre 2006)	2,6	-	1,9	-	1,9	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2006)	2,5	-	1,8	-	1,9	1,9
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2006	Agosto 2007	2007	Agosto 2008	2008	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE IV 2006	7,9	7,6	7,6	7,4	7,4	7,0
<i>EPE anterior (III 2006)</i>	7,9	-	7,7	-	7,5	7,0
Consensus Economics (octubre 2006)	7,9	-	7,6	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2006)	7,9	-	7,7	-	7,6	7,1

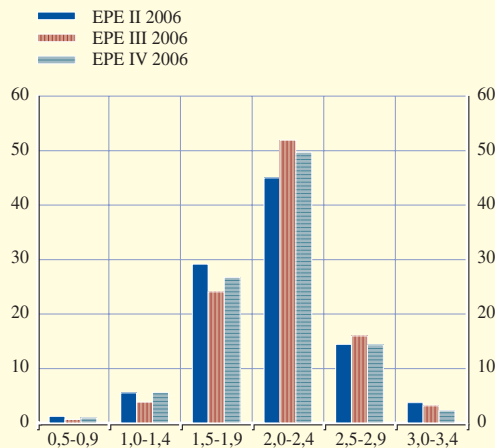
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo se refieren al 2011 en la EPE, al 2010 en el Barómetro de la Zona del Euro y al período 2012-2016 en Consensus Economics.



**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2007 en las tres últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la agregación de cada distribución de probabilidad individual asignada por los expertos en previsión económica.

La distribución de probabilidad agregada relativa a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2007 en las tres últimas encuestas, indica un ligero desplazamiento de la distribución de probabilidad hacia resultados más bajos, en comparación con la encuesta anterior. También parece existir algún riesgo bajista, dado que una parte más importante de la distribución se sitúa en un intervalo inferior al de mayor probabilidad. Sin embargo, en su valoración explícita de los riesgos los encuestados apuntan, sobre todo, a riesgos alcistas, relacionados especialmente con la evolución futura de los precios del petróleo y con medidas oficiales que puedan influir en la inflación. Se espera que la evolución salarial permanezca bajo control, al estimar que la globalización contribuirá a contener el crecimiento de los salarios. Sin embargo, en un contexto de vigoroso crecimiento algunos encuestados ven un riesgo de elevación de los salarios, como consecuencia de efectos de segunda vuelta. Los riesgos para las perspectivas de inflación en el 2008 son considerados claramente alcistas.

**Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo**

Las expectativas de inflación a largo plazo (dentro de cinco años) se mantuvieron sin variación en el 1,9%, el mismo nivel de las últimas veinte encuestas. Estas expectativas están en línea con las estimaciones publicadas en octubre por Consensus Economics para dentro de seis a diez años, y con las previsiones para el 2010 del Barómetro de la Zona del Euro. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico B, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% volvió a aumentar ligeramente, apuntando a una percepción levemente más acentuada de riesgos al alza para la estabilidad de precios, aunque esta probabilidad permaneció por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre del 2006.

Los resultados de la EPE pueden compararse también con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación<sup>2</sup>. La tasa de inflación implícita a diez años obtenida de los bonos franceses indicados con la

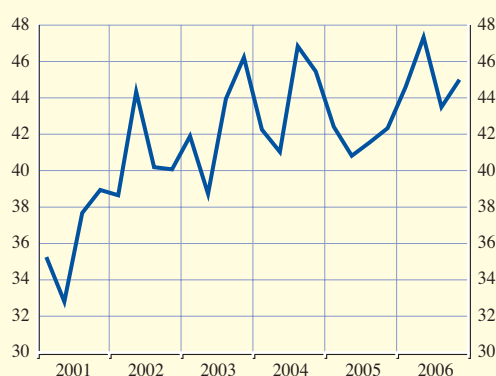
Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Para el 2008, los participantes en la EPE esperan que la inflación descienda, en promedio, hasta el 1,9%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior y en línea con los últimos resultados de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. Al igual que para el 2007, se espera que la fuerte demanda interna genere presiones al alza, que podrían, sin embargo, verse contrarrestadas por una desaceleración de la economía mundial.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad, expresada en porcentaje, a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que el dato futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A, que muestra la distribución de probabilidad

2 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

**Gráfico B Probabilidad de que la inflación dentro de cinco años sea igual o superior al 2%**

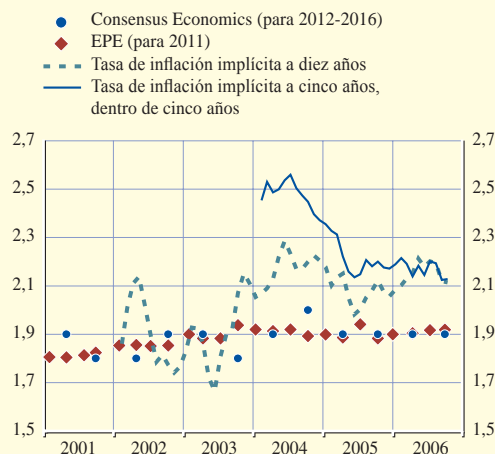
(en porcentaje)



Fuente: BCE.

**Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasas de inflación implícita**

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Tasa de inflación implícita a diez años obtenida de bonos con vencimiento en el 2012, hasta marzo del 2005, y de bonos con vencimiento en el 2015, después de marzo del 2005.

inflación medida por el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2015 ha disminuido desde agosto del 2006 (véase gráfico C). De forma similar, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, ha mostrado una tendencia general a la baja desde mediados del 2006. No obstante, las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, la evolución de las tasas de inflación implícitas podría reflejar, en parte, una mayor incertidumbre de los inversores respecto a la inflación futura y, por tanto, su disposición a pagar una prima de cobertura.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

En relación con la encuesta precedente, para el 2006 los participantes en la EPE revisaron al alza en 0,4 puntos porcentuales sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora en el 2,6%. Esta revisión al alza refleja, fundamentalmente, un crecimiento más alto de lo previsto en el primer semestre del 2006, así como mayores expectativas de crecimiento de la demanda interna (especialmente, del consumo privado y de la inversión). Además, las expectativas referidas a la demanda exterior se revisaron también al alza, reflejando, en gran medida, la vigorosa expansión de la economía mundial. En el 2007 y 2008, se prevé un descenso del crecimiento del PIB real, que se situaría en torno al 2%, como resultado, principalmente, de la desaceleración de la economía mundial. En los tres años naturales, se considera que existen riesgos bajistas para las perspectivas de crecimiento. Las expectativas de crecimiento de la EPE para los años 2006, 2007 y 2008 se corresponden, en general, con las de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para el 2011) se revisaron a la baja 0,1 puntos porcentuales, y se sitúan ahora en el 2%. En opinión de la mayoría de encuestados, las perspectivas de crecimiento a largo plazo dependen, en gran medida, de que prosigan las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de seguridad social. En general se espera que unos mercados más flexibles y eficientes potencien la productividad del trabajo y el crecimiento del producto.

### **Expectativas de desempleo en la zona del euro**

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para el 2006 se mantuvieron sin cambios en el 7,9%, mientras que las relativas a los años 2007 y 2008 se revisaron a la baja 0,1 puntos porcentuales, hasta el 7,6% y el 7,4%, respectivamente. En opinión de los encuestados, en el horizonte temporal de la encuesta el desempleo debería beneficiarse de la fuerte recuperación económica y de la mejora del mercado de trabajo. Los participantes en la encuesta esperan riesgos bajistas en el 2006 y riesgos algo más alcistas en el 2007 y 2008. En sus respuestas cualitativas señalan que los riesgos alcistas que se desprenden de las previsiones referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 están principalmente relacionados con riesgos bajistas para el ritmo de crecimiento económico y con la posibilidad de que se intensifique el proceso de deslocalización de las empresas de la zona del euro hacia países con costes más bajos. La tasa esperada de desempleo en el 2011 se sitúa en el 7%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior. Se considera que aumentan de forma significativa los riesgos alcistas derivados de la distribución de probabilidad agregada. Los encuestados destacan que el descenso de la tasa de paro en un horizonte temporal más dilatado depende, en gran medida, de las reformas del mercado de trabajo y de los factores demográficos.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda 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 había crecido a un ritmo intenso en el primer semestre del año. Por otra parte, la desagregación del empleo y de la actividad por sectores muestra que el fuerte desarrollo de la actividad económica ha sido generalizado. La expansión se ha visto favorecida en gran medida por la demanda interna, especialmente por la inversión, y respaldada por la mejora del mercado de trabajo. Los últimos indicadores a corto plazo, que incluyen la producción industrial y los datos procedentes de las encuestas, sugieren que el crecimiento siguió siendo sólido en el tercer trimestre del año, aunque, probablemente, las tasas fueron ligeramente inferiores a las observadas en el primer semestre, debido tanto a factores externos como internos. Los riesgos para las perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados en el corto plazo. En el largo plazo, los riesgos a la baja están relacionados con una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

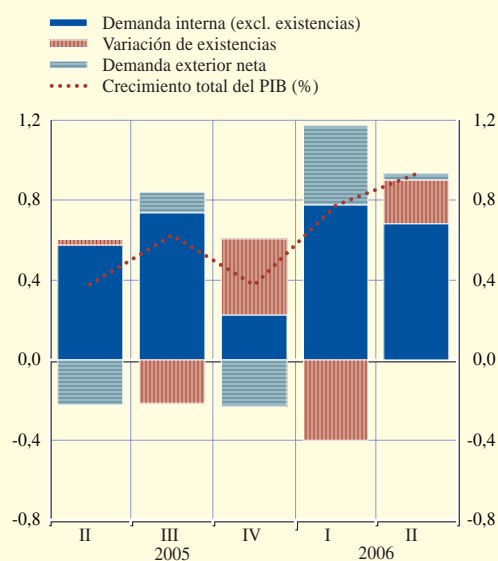
La segunda estimación de los datos de contabilidad nacional realizada por Eurostat confirmó que el PIB real de la zona del euro creció un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2006, tras un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el primer trimestre (véase gráfico 22). Si se compara con un año antes, el PIB de la zona del euro se incrementó un 2,7% en el segundo trimestre, cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales con respecto a la primera estimación. Si bien en la segunda estimación se han realizado algunas pequeñas revisiones en los componentes del gasto, en ella se confirma que el determinante principal de la actividad económica durante el segundo trimestre fue la demanda interna, excluidas las existencias, que contribuyó en 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, sin cambios con respecto a la primera estimación.

La inversión mostró un considerable dinamismo en el segundo trimestre, alcanzando una tasa de crecimiento intertrimestral del 2,1%. Como puede apreciarse en el recuadro 7, el detalle de la inversión por sectores pone de manifiesto que la fortaleza de la inversión fue generalizada en toda la zona del euro. Al mismo tiempo, tanto el crecimiento intertrimestral del consumo privado como el del consumo público descendieron hasta el 0,3% y el 0,5%, respectivamente. Las cifras relativas al consumo público se revisaron ligeramente al alza en la segunda estimación, en un 0,1 puntos porcentuales, tanto para el primer como para el segundo trimestres del 2006.

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue casi nula en el segundo trimestre, tras haber sido positiva, en 0,4 puntos porcentuales, en el primer trimestre. Esta evolución es atribuible a que la desaceleración registrada en las exportaciones fue más intensa que la de las importaciones. En el segundo trimestre, la

**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.

## Recuadro 7

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En el primer semestre del 2006, la inversión en la zona del euro se incrementó un 2,2% en relación con el segundo semestre del año anterior, tras un aumento semestral del 2% en la segunda mitad del 2005, que es la tasa de crecimiento semestral de la inversión más elevada desde el segundo semestre del 2000, cuando la inversión se situó en el 3%. Así pues, la inversión fue uno de los principales factores determinantes de la favorable evolución de la actividad económica en la zona del euro en la primera mitad del 2006 (véase gráfico A). En este recuadro se analiza con más detenimiento la evolución de la inversión de la zona del euro desde el segundo trimestre del presente año.

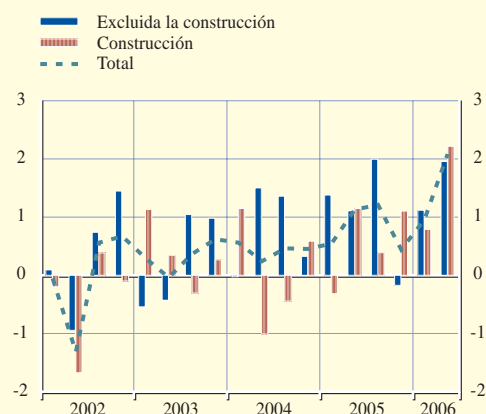
El aumento del crecimiento de la inversión en el primer semestre del 2006 fue generalizado y reflejó las importantes tasas de crecimiento registradas tanto en la inversión en construcción como en la inversión, excluida la construcción, representando cada una de estas variables aproximadamente la mitad de la inversión total. Las tasas de crecimiento semestrales de estos sectores se situaron en el 2,5% y en el 2%, respectivamente. En el sector de la construcción, esto supuso un incremento de 1 punto porcentual en la tasa de crecimiento semestral en relación con el segundo semestre del 2005, mientras que en el resto de la inversión constituyó un descenso de 0,5 puntos porcentuales. El dinámico comportamiento de la inversión en el primer semestre del año también fue generalizado en todos los países.

#### Inversión, excluida la construcción

El moderado descenso observado en el crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el primer semestre de este año refleja en gran medida una disminución del crecimiento semestral de la inversión en productos metálicos y maquinaria (que representan el 60% de la inversión, excluida la construcción) de 1,2 puntos porcentuales, hasta el 1,7%, y del crecimiento semestral de la inversión en «otros productos» (que representan otro 20% del total de inversión excluida, la construcción), de

**Gráfico A Inversión total, inversión en construcción e inversión excluida la construcción**

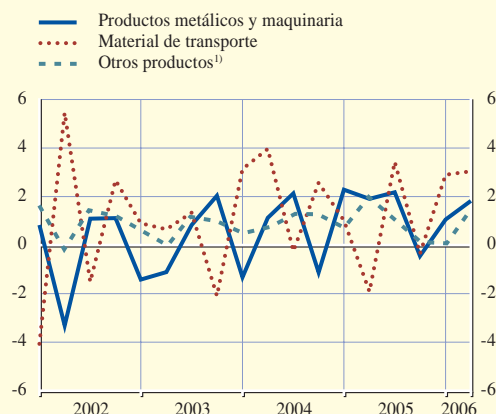
(variaciones intertrimestrales; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico B Detalle de la inversión, excluida la construcción**

(variaciones intertrimestrales; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.  
1) Incluye la agricultura.

1,3 puntos porcentuales, hasta el 0,8%. Por otra parte, la inversión en material de transporte (que también representa otro 20% de la inversión, excluida la construcción) se elevó un 4,3%, es decir, 2,1 puntos porcentuales más que en el segundo semestre del 2005. Los tres componentes de la inversión, excluida la construcción, se vieron muy influido por la favorable evolución registrada en Alemania, donde se invirtió la tendencia negativa que se había observado hasta el 2004.

### Inversión en construcción

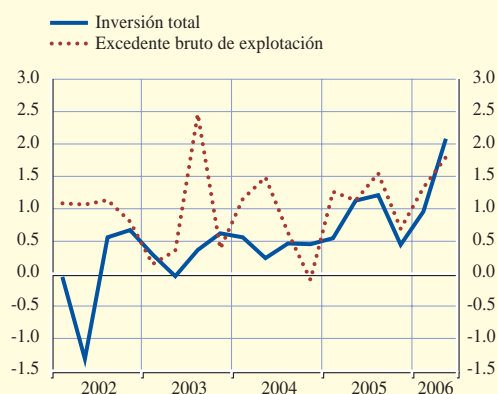
El aumento del crecimiento de la inversión en construcción hasta el 2,5% en el primer semestre del 2006 representa la tasa de crecimiento más elevada de los últimos cinco años, aproximadamente. La evolución observada en el primer semestre del 2006 en su conjunto fue prácticamente similar tanto en la inversión residencial como en la inversión no residencial (que representan cada una de ellos la mitad del total de la inversión en construcción), que crecieron un 2,1% y un 2,9%, respectivamente. Los dos países que más contribuyeron al crecimiento de la inversión en construcción en el primer semestre del 2006 fueron España, con aproximadamente 0,6 puntos porcentuales, y Francia, con alrededor de 0,4 puntos porcentuales. Cabe mencionar también la evolución en Alemania, donde la inversión en construcción se redujo un 2,9% en el primer trimestre del 2006, pero aumentó un 4,6% en el segundo trimestre, lo que se tradujo en un contribución positiva al crecimiento semestral de la inversión en construcción relativamente reducida (0,1 puntos porcentuales).

En el caso de la inversión en vivienda, el crecimiento actual está en consonancia con la situación generalmente dinámica que se observa en varios mercados de la vivienda de la zona del euro, con aumentos en los precios de la vivienda. Además, tanto la inversión en construcción como la inversión, excluida la construcción, se han visto influidas positivamente por los importantes beneficios empresariales, las favorables condiciones de financiación y las elevadas expectativas sobre la demanda y el crecimiento económico futuros. El excedente bruto de explotación, un indicador del crecimiento de los beneficios empresariales en la zona del euro y una fuente importante de financiación interna de las inversiones de las empresa, se incrementó un 1,3% y un 1,8%, en tasa intertrimestral, en el primer y en el segundo semestres del 2006 (véase gráfico C). Estas tasas de crecimiento intertrimestral son las dos más elevadas observadas en este indicador desde la segunda mitad del 2001. El crecimiento de los beneficios, que ha seguido estrechamente el crecimiento de la inversión real en el 2005 y en el primer semestre del 2006, se basa en la moderada evolución de los salarios y en la recuperación sostenida de la demanda. Pese a las intensas presiones externas sobre los precios y los costes, se espera que esta conjunción de factores, junto con las muy favorables condiciones de financiación, siga favoreciendo la inversión total en la zona del euro.

Por lo que se refiere al tercer trimestre del 2006, y como pone de manifiesto la encuesta sobre préstamos bancarios, los bancos informan de una fuerte demanda neta positiva de préstamos por parte de las empresas, determinada, princi-

**Gráfico C Inversión total y excedente bruto de explotación**

(variaciones intertrimestrales; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.  
Nota: El excedente bruto de explotación se define como el PIB menos la remuneración por asalariado menos los impuestos (menos subvenciones) sobre la producción.

palmente, por la inversión en capital fijo. Esta demanda de préstamos puede que proporcione otra señal positiva sobre el crecimiento de la inversión en el segundo semestre del 2006<sup>1</sup>. Además, las encuestas de la CE a la industria sobre el nivel actual de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la capacidad productiva actual, que tienen un alto grado de correlación con el crecimiento interanual de la inversión, apuntan a un nuevo fortalecimiento de la tasa de crecimiento de la inversión en el tercer trimestre del 2006.

1 Véase el recuadro 2 del presente Boletín Mensual del BCE para un análisis detallado de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios.

contribución de la demanda exterior neta fue revisada a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, con respecto a la primera estimación, mientras que la contribución de las existencias fue revisada al alza en la misma cuantía.

#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La composición de la actividad económica por ramas de actividad revela que el crecimiento registrado en el primer semestre del año fue generalizado. El crecimiento del valor añadido en el sector servicios aumentó de nuevo en el segundo trimestre, debido en gran medida al buen comportamiento de los servicios de mercado. Además, el crecimiento del valor añadido de la industria, excluida la construcción, siguió siendo intenso, con tasas de crecimiento que no se habían observado en este sector desde mediados del año 2000. Por último, el valor añadido de la construcción experimentó una vigorosa expansión en el segundo trimestre, reflejando, en parte, un repunte en relación con la moderada evolución del primer trimestre, que se debió a las condiciones meteorológicas inusualmente frías.

**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.

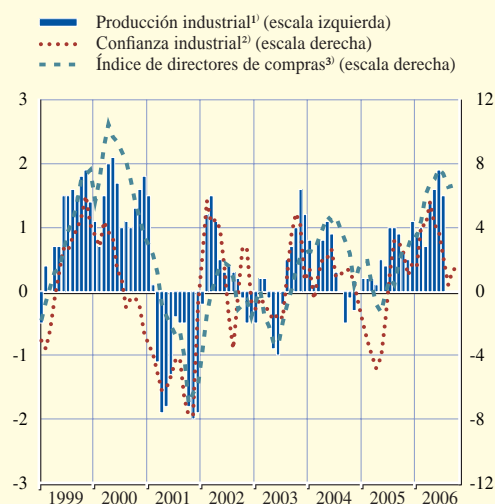
La producción industrial, excluida la construcción, creció un 1,8% en agosto, tras caer un 0,5% en julio. Sobre la base de medias móviles de tres meses, la producción industrial, si bien se desaceleró ligeramente entre junio y agosto, se elevó un 1,4% en relación con el trimestre anterior (véase gráfico 23). El incremento de la producción en agosto fue generalizado en todos los sectores, excepto en el energético, donde la producción se redujo. El aumento mayor se registró en la producción de bienes intermedios, seguida de los bienes de equipo y de los bienes de consumo. Este último incremento es atribuible al considerable avance de los bienes de consumo duradero y, en menor medida, de los bienes de consumo no duradero.

Los nuevos pedidos industriales apuntan a una evolución favorable de la industria. Los nuevos pedidos industriales aumentaron un 2% en agosto sobre la base de medias móviles de tres meses, tras un avance del 1,4% en julio. Este incremento se confirma incluso si no se tiene en cuenta otro material de transporte –material naval, ferroviario y aeroespacial–, que es un componente especialmente volátil de los datos de nuevos pedidos.



**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.

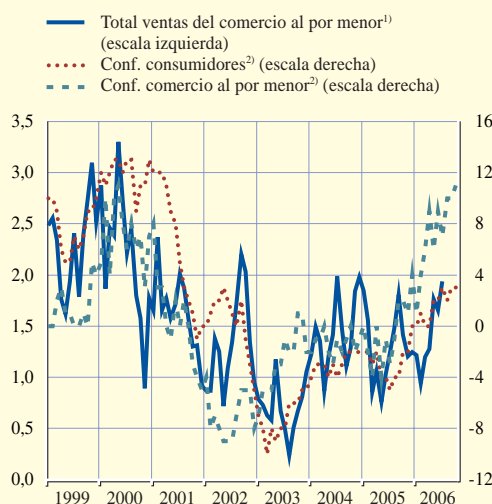
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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.

En general, la evolución de agosto tiende a avalar la valoración de que, durante el tercer trimestre, la actividad siguió siendo sólida en la industria.

### DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LA INDUSTRIA Y A LOS SERVICIOS

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea mostró un ligero avance en octubre del 2006, mientras que el índice de directores de compras de las manufacturas, que sólo está disponible hasta septiembre, no experimentó cambios (véase gráfico 24). Ambos indicadores se mantuvieron, en promedio, inalterados en el tercer trimestre, frente a los niveles históricamente elevados registrados en el segundo trimestre. El aumento del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea de octubre reflejó la mejora observada en la valoración de la cartera de pedidos y en la de las expectativas de producción. Mientras tanto, la valoración de las existencias se mantuvo estable en relación con el mes anterior.

En cuanto al sector servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea mejoró en octubre, invirtiendo totalmente con ello la caída registrada en septiembre. En el conjunto del tercer trimestre, la confianza de este sector se elevó frente al trimestre anterior. El último incremento quedó reflejado en sus tres componentes, con mejoras en la valoración de la demanda reciente, de la demanda esperada y del clima empresarial. El indicador de actividad del índice de directores de compras de los servicios volvió a descender en septiembre, y también en el conjunto del tercer trimestre, aunque partía de un nivel muy elevado. La evolución reciente del indicador sigue corroborando la opinión de que se mantendrá el sólido crecimiento de los servicios en la zona del euro.

## INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

En el segundo trimestre, el consumo aumentó un 0,3% en términos intertrimestrales, tras el 0,7% del primer trimestre, lo que refleja una menor contribución de los componentes de las ventas del comercio no minorista. El volumen de ventas del comercio al por menor se elevó un 0,7%, en tasa intermensual, en agosto del 2006, tras un incremento del 0,3% en julio. Así pues, la media móvil de tres meses centrada se incrementó hasta el 1% en julio. Las matriculaciones de automóviles registraron un ascenso en agosto y septiembre, tras una acusada reducción en julio. En el conjunto del tercer trimestre, las matriculaciones de automóviles descendieron un 2,3%, tras una subida del 1,2% en el trimestre anterior.

La confianza de los consumidores se mantuvo sin cambios en octubre, tras una ligera subida en septiembre (véase gráfico 25). La mejora de la valoración relativa a la situación económica futura y al desempleo se vio contrarrestada por una disminución de las expectativas de ahorro. La valoración de la situación financiera esperada se mantuvo sin cambios.

En general, los últimos datos sobre las ventas del comercio al por menor, junto con las matriculaciones de automóviles y otras encuestas sobre la confianza de los consumidores, aportan indicios positivos sobre el crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre del 2006.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Las últimas informaciones disponibles confirman una mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro durante el año 2006. Concretamente, el crecimiento del empleo se ha fortalecido en el segundo trimestre en todos los sectores. Las expectativas de creación de empleo, pese a que han mostrado señales dispares recientemente, también avalan el panorama de un crecimiento sostenido del empleo en el corto plazo.

### DESEMPLEO

La tasa de paro normalizada de la zona del euro se incrementó ligeramente en agosto del 2006, hasta situarse en el 7,9%, frente al 7,8% registrado en julio (véase gráfico 26). Si bien la tasa de paro permaneció por debajo de las cifras registradas en el primer semestre del año, los descensos mensuales en el

**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	-1,7	0,1	0,0	0,1	-0,6	0,9
Industria	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,2
Excluida la construcción	-1,4	-1,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	0,0
Construcción	1,4	2,5	0,6	0,0	1,1	0,6	0,7
Servicios	1,4	1,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
Comercio y transporte	0,9	0,8	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,4
Finanzas y empresas	1,9	2,1	0,4	0,7	1,1	0,6	1,0
Administración pública	1,5	1,2	0,4	0,4	0,1	0,6	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

número de parados se han moderado progresivamente en los últimos meses.

### EMPLEO

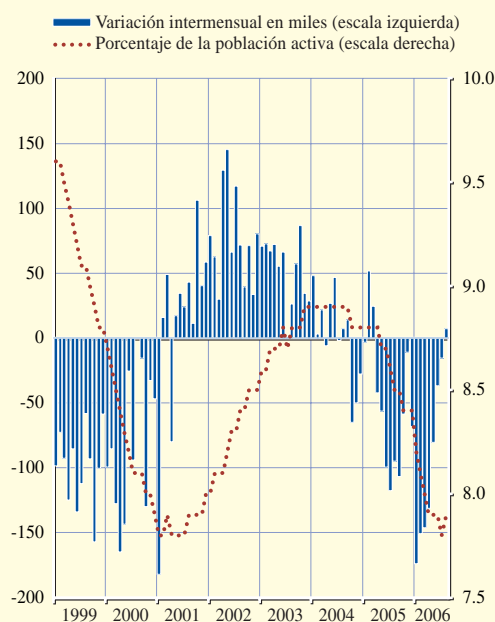
Los últimos datos disponibles han confirmado el fortalecimiento gradual de la evolución del empleo desde el comienzo del 2005, que ha pasado de un crecimiento del 0,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2005 al 0,4% en el segundo trimestre de este año (véase cuadro 7). El detalle por sectores que se hizo público a lo largo del mes de diciembre muestra que el aumento del empleo en el segundo trimestre fue generalizado. El empleo creció en los servicios, observándose la mayor subida en las actividades financieras y en los servicios prestados a empresas, al igual que había ocurrido en trimestres anteriores (véase recuadro 8 para un análisis de los determinantes del porcentaje de empleo en el sector servicios de la zona del euro). El empleo también creció en la construcción y se mantuvo estabilizado en la industria, excluida la construcción, un sector en el que había venido descendido desde mediados del 2001.

El crecimiento anual de la productividad del trabajo volvió a aumentar en el segundo trimestre del 2006, desde el 1,2% del primer trimestre al 1,4%, una tasa mayor que la media desde 1992. Esto se tradujo en un incremento del crecimiento de la productividad en la industria, excluida la construcción, en la construcción y en la agricultura, y un descenso en los servicios.

En el tercer trimestre, las expectativas de empleo de las encuestas de opinión de la CE mejoraron en la industria, pero empeoraron levemente en los servicios; mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes del índice de directores de compras registraron descensos moderados tanto en la industria como en los servicios. En octubre, las expectativas de creación de empleo de las encuestas de opinión de la CE se mantuvieron sin cambios en la industria y mejoraron ligeramente en los servicios. En general, las expectativas de empleo se mantienen en niveles elevados en consonancia con la valoración de que el mercado de trabajo de la zona del euro está mejorando gradualmente en correspondencia con la actividad económica más intensa.

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



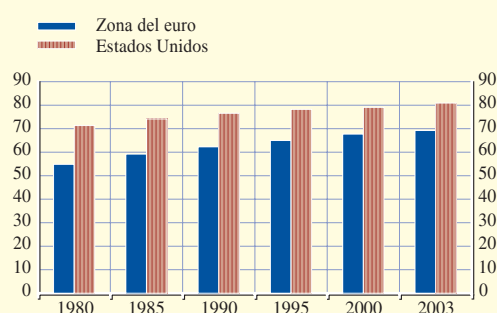
Fuente: Eurostat.

## Recuadro 8

### DETERMINANTES DEL PORCENTAJE DE EMPLEO EN EL SECTOR SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO

Gráfico A Porcentaje de empleo en el sector servicios

(% del empleo total)



Fuente: Structural Analysis Database (STAN) de la OCDE.

En los últimos veinte años, los países de la zona del euro han experimentado un cambio significativo en sus estructuras de empleo, a saber, un aumento del tamaño del sector servicios en relación con la industria<sup>1</sup>. El porcentaje de trabajadores empleados en el sector servicios de la zona del euro creció en torno a 14 puntos porcentuales entre 1980 y 2003<sup>2</sup>, hasta alcanzar el 69%. En el mismo período, el porcentaje en Estados Unidos fue sistemáticamente más alto que en la zona del euro, incrementándose en 10 puntos porcentuales, hasta situarse en el 81% (véase gráfico 1).

El aumento de la participación del sector servicios en el empleo de la zona del euro se ha debido, fundamentalmente, a incrementos en las actividades financieras, de seguros, inmobiliarias y servicios prestados a las empresas, así como en las actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad y servicios personales (véase cuadro). El porcentaje muestra una gran heterogeneidad entre los países de la zona del euro, oscilando entre el 60% de Portugal y el 78% de Holanda para el total de servicios en el año 2003. Para identificar los principales ajustes en materia de política económica que es preciso realizar con el fin de lograr mayores niveles de empleo en la zona del euro es preciso entender los principales factores que determinan la brecha existente en el porcentaje de empleo en el sector servicios de la zona del euro en relación con Estados Unidos y las diferencias entre los países de la zona.

Los análisis económicos han propuesto distintas explicaciones sobre la tendencia creciente del porcentaje del empleo en el sector servicios: una mayor demanda de servicios a medida que aumentan los niveles de renta per cápita y que la estructura del gasto se desplaza de las necesidades materiales básicas a los servicios; un incremento de la proporción de mano de obra que se canaliza hacia actividades relacionadas con los servicios, como consecuencia de un crecimiento de la productividad laboral en los servicios menor que en la industria; un avance de la tasa de actividad de las mujeres (que se traduce, por ejemplo, en la sustitución de servicios para el hogar no remunerados por servicios remunerados) y del empleo femenino en el sector servicios; una creciente demanda de servicios en consonancia con los cambios demográficos (ya que los mayores tienden a consumir, en proporción, más servicios que las cohortes más jóvenes); y, por último, una mayor demanda de servicios asociados al proceso de urbanización (dado que, en términos relativos, la población urbana tiende a consumir más servicios que la población rural).<sup>3</sup>

1 Véase también «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», ECB Occasional Paper n.º 44, abril 2006 y el recuadro titulado «La evolución de la productividad del trabajo y de los precios en el sector servicios de la zona del euro: el papel de la competencia», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

2 En la Structural Analysis Database de la OCDE sólo se dispone de datos hasta el 2003.

3 Para encontrar referencias y un resumen de esta literatura, véase R. Schettkat y L. Yocarini «The Shift to services, a review of the literature», IZA discussion paper n.º 964, 2003.

Porcentaje de empleo en el sector servicios: total servicios y subsectores

(% del empleo total)

	Total servicios		Comercio al por mayor y al por menor: hostelería		Transporte, almacenamiento y comunicaciones		Actividades financieras, de seguros, inmobiliarias y servicios prestados a las empresas		Actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad y servicios personales	
	1980	2003	1980	2003	1980	2003	1980	2003	1980	2003
	Belgica	64	77	19	18	7	6	10	17	28
Alemania <sup>1)</sup>	54	70	18	20	6	5	8	16	22	29
Grecia <sup>2)</sup>	56	61	20	22	7	7	7	9	22	23
España	49	65	18	21	6	6	6	10	19	28
Francia <sup>3)</sup>	58	74	16	17	6	6	10	17	26	34
Irlanda	50	66	16	21	6	6	6	13	21	26
Italia	49	67	17	20	5	5	5	14	21	28
Luxemburgo <sup>4)</sup>	63	77	22	19	7	8	12	28	22	22
Países Bajos	66	78	18	20	6	6	11	19	31	33
Austria	49	64	17	20	6	6	7	14	18	25
Portugal	43	60	17	21	4	3	4	9	18	27
Finlandia	53	69	16	16	7	7	6	12	24	34
Zona del euro	55	69	17	20	6	6	8	14	24	29
Estados Unidos	71	81	22	22	5	5	13	18	32	35

Fuentes: Cálculos del BCE a partir de Structural Analysis Database (STAN) de la OCDE.

1) Alemania: los datos hasta 1990 corresponden solamente a la República Federal de Alemania.

2) Grecia: los datos de «1980» corresponden a 1995.

3) Francia: los datos de «2003» corresponden al 2002.

4) Luxemburgo: los datos de «1980» corresponden a 1985.

Al mismo tiempo, se ha argumentado que las diferencias en el porcentaje de empleo en el sector servicios entre países que se encuentran en una etapa similar de evolución económica pueden deberse, también a disparidades en el marco institucional que afectan al grado de flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. Una investigación realizada sobre esta hipótesis para una muestra de países pertenecientes a la OCDE constató que la rigidez de la legislación de protección del empleo, el nivel de sindicalización y centralización de los convenios colectivos y la carga administrativa que supone la creación de nuevas empresas afectaron significativamente el porcentaje de empleo en los servicios<sup>4</sup>.

Trabajos más recientes han aportado evidencia que apoya la hipótesis de que las barreras existentes para realizar ajustes en los mercados de trabajo de la UE pueden haber supuesto un obstáculo para el actual proceso de reasignación de la mano de obra de la industria a los servicios<sup>5</sup>. El análisis, que utiliza como base un panel de 13 países de la UE durante el período comprendido entre 1970 y 2001, muestra que un conjunto de indicadores que captan los distintos aspectos de la flexibilidad de los mercados de trabajo explican el porcentaje de empleo en los servicios. En concreto, un nivel más elevado de rigidez estructural se asocia a un porcentaje de empleo más bajo en los servicios. Los resultados también respaldan la hipótesis de que la capacidad relativamente limitada de los países de la UE para ajustar las cualificaciones de su mano de obra –en términos de niveles de cualificación y de nivel educativo– a los cambiantes requisitos del mercado de trabajo ha obstaculizado el paso a los servicios y puede que haya impedido que se produjera una nueva reducción en la brecha entre los porcentajes de empleo en el sector servicios europeo y estadounidense.

4 «Employment in the service economy: a reassessment», OECD Employment Outlook 2000, capítulo 3, 2000; J Messina, «Institutions and service employment: a panel study for OECD countries», ECB Working Paper n.º 320, 2004.

5 A. D'Agostino, R. Serafini y M. Ward-Warmedinger, «Sectoral explanations of employment in Europe: the role of services», ECB Working Paper n.º 625, 2006.

Las políticas en materia de educación y de mercado de trabajo aplicadas durante la última década en los distintos países dentro del contexto de la Estrategia Europea para el Empleo han contribuido a aumentar en la zona del euro tanto el empleo agregado como el empleo en los servicios. No obstante, pese a estos esfuerzos, alcanzar niveles más elevados de utilización de la mano de obra e incrementar el grado de flexibilización de los mercados de trabajo son requisitos importantes para que los países de la zona del euro estén preparados para afrontar los retos del cambio tecnológico, el envejecimiento de la población y la globalización. Además, nuevas reformas estructurales adoptadas para hacer frente a estas cuestiones deberían contribuir a que los mercados de trabajo de la zona del euro se ajusten a las perturbaciones locales, emparejen trabajadores y vacantes de modo más eficiente y reabsorban trabajadores que buscan empleo como consecuencia de ajustes sectoriales.

#### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos indicadores de la actividad de la zona del euro evidencian que el crecimiento económico se basa más en la demanda interna, y que es generalizado en todos los sectores. En conjunto, los últimos datos y encuestas disponibles sugieren que el crecimiento económico debería seguir siendo sólido en el segundo semestre del 2006, aunque ligeramente por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el primer semestre del año. Los resultados de la encuesta a los expertos en previsión económica sobre el crecimiento del PIB, que apuntan a una mejora de las expectativas sobre la demanda interna, también confirman este análisis (véase recuadro 6). En la vertiente interna, la mejora continua de la confianza empresarial y la vigorosa evolución de los préstamos a las sociedades no financieras indican que se mantiene la solidez de las perspectivas a corto para la inversión. Además, se prevé que el consumo cobre dinamismo en los próximos trimestres, en consonancia con las mejoras en el mercado de trabajo y el aumento de la confianza de los consumidores. Se considera que los riesgos para estas perspectivas están equilibrados en el corto plazo. En el largo plazo, los riesgos a la baja están relacionados principalmente con la corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y con nuevas subidas de los precios del petróleo.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de relativa estabilidad, el euro mostró cierta tendencia a debilitarse, en términos efectivos nominales, en octubre del 2006, cotizando algo menos de medio punto porcentual por debajo del nivel de finales de julio. En los últimos tres meses el euro ha perdido algo de terreno frente a la mayoría de las principales monedas, con la notable excepción del yen japonés, que ha seguido experimentando un debilitamiento generalizado.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

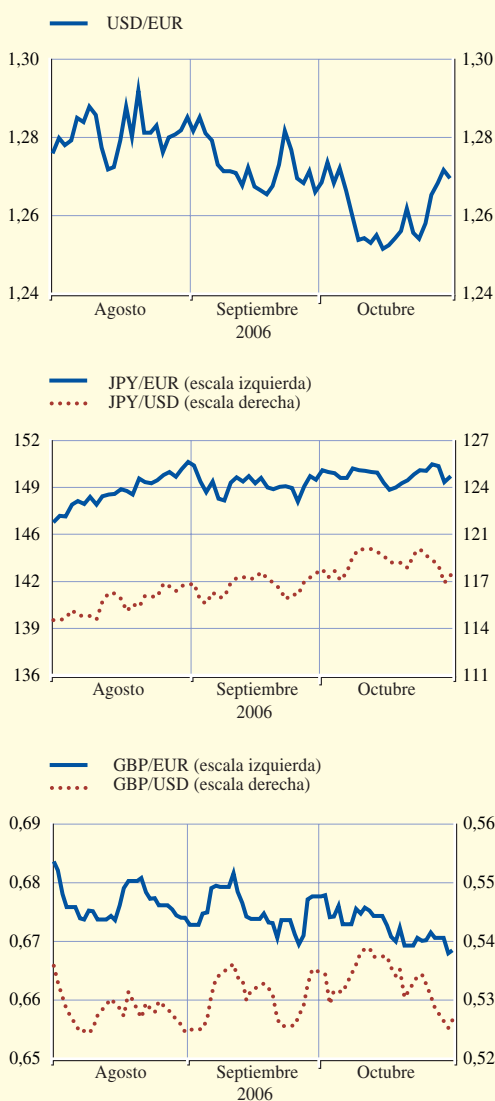
Tras alcanzar un máximo de 1,29 dólares el 21 de agosto de 2006, el euro atravesó un período de gradual depreciación frente a la moneda estadounidense que sólo se revirtió, en parte, a finales de octubre (véase gráfico 27). El descenso de los precios del petróleo en septiembre probablemente haya sido un factor determinante del fortalecimiento del dólar frente al euro en la medida en que, posiblemente, haya contribuido a atenuar las preocupaciones de los participantes en los mercados respecto a las perspectivas de la economía estadounidense. La fortaleza del dólar podría haberse visto potenciada en octubre por la publicación de una serie de datos económicos positivos en Estados Unidos, que llevaron a los participantes en los mercados a revisar a la baja sus previsiones respecto a la probabilidad de una brusca desaceleración de la actividad económica en ese país, que se materializaría en el año 2007. No obstante, la publicación, hacia finales del mes, de datos sobre el crecimiento del PIB menos favorables de lo esperado para el tercer trimestre del 2006 podría haber afectado, posteriormente, al dólar. El 31 de octubre de 2006, el euro cotizaba a 1,27 dólares, un 0,6% por debajo del nivel de finales de julio y un 2,1% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 27).

#### YEN JAPONÉS/EURO

El euro registró una apreciación relativamente significativa frente al yen japonés durante los tres últimos meses, en un contexto de persistente y generalizado debilitamiento de la moneda japonesa. La apreciación del euro frente al yen fue especialmente pronunciada en agosto del 2006, lo que le permitió alcanzar un máximo de 150,6 yenes por euro el 1 de septiembre. A partir de esa fecha, el euro parece haberse estabilizado en niveles ligeramente inferiores a dicho máximo. La depreciación del yen frente al euro en agosto podría tener relación con las per-

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

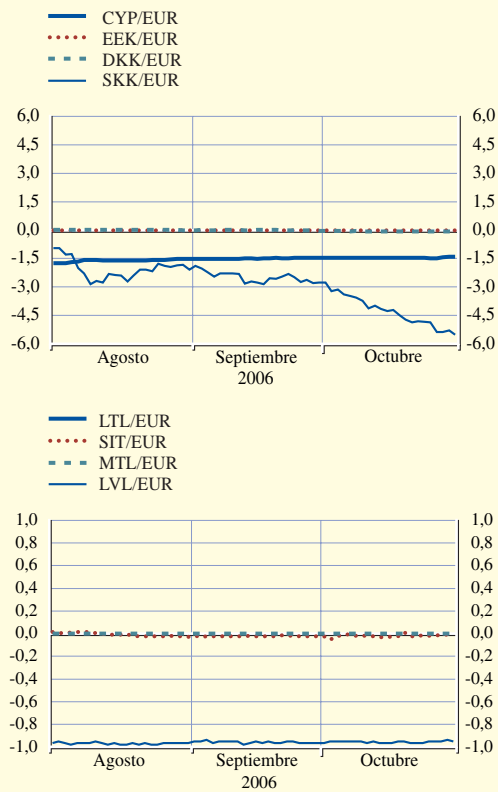


Fuente: BCE.



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

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

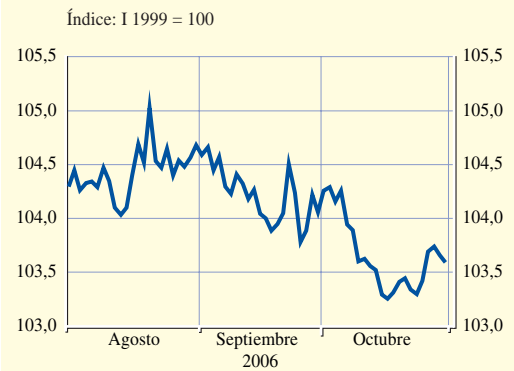


Fuente: BCE.

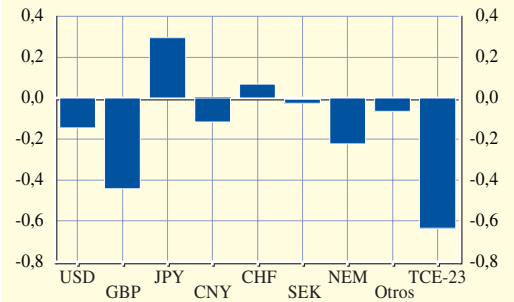
Notas: Una desviación positiva/(negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja/(alta) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es  $\pm 2,25\%$ ; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es  $\pm 15\%$ .

**Gráfico 29 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
Del 31 de julio al 31 de octubre de 2006  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

cepciones de los mercados respecto a la posibilidad de que el endurecimiento de la política monetaria en Japón se produjera a un ritmo más lento de lo previsto. La posterior fase de estabilización del tipo de cambio parece coherente con la ausencia de cambios significativos en las perspectivas de crecimiento a corto plazo en ambas áreas económicas. El 31 de octubre, el euro cotizaba a 150 yenes, un 2,6% por encima del nivel de finales de julio y un 9,3% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 27).

## MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de julio del 2006, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han cotizado al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 28). En octubre, la corona eslovaca se apreció tras un período de debilidad en julio, cotizando el 31 de octubre un 5,5% por encima de su paridad central en el MTC II. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció frente a

la libra esterlina —cotizando, el 31 de octubre, a 0,67 libras, es decir, un 2,3% por debajo del nivel de finales de julio y un 2,2% por debajo de la media del 2005—al tiempo que se mantuvo prácticamente estable frente a la corona sueca. La debilidad del euro frente a la libra esterlina podría haber tenido su origen en la reacción de los participantes en los mercados ante los favorables datos económicos y de las encuestas de opinión publicados en el Reino Unido, que los llevó a revisar al alza su evaluación de las perspectivas económicas de este país. El euro se depreció también frente a la corona checa (un 1,1%) y frente al zloty polaco (un 1,6%) y de forma más acusada frente al forint húngaro (un 4,4%), a pesar de las tensiones políticas y de la negativa valoración de las perspectivas económicas de Hungría realizada por una agencia privada de calificación crediticia en septiembre. Varias monedas de los nuevos Estados miembros de la UE podrían haberse afianzado gracias a la adopción de una política monetaria más restrictiva en los respectivos países.

#### OTRAS MONEDAS

Entre finales de julio y el 31 de octubre de 2006, el euro se depreció frente al renminbi chino (un 1,7%) y frente a la mayoría de las monedas de Asia vinculadas al dólar estadounidense, y se mantuvo estable frente al dólar canadiense. Por el contrario, se apreció ligeramente frente al franco suizo (un 1,1%) y, de forma más acusada, frente a la corona nuega (un 6%), que podría haberse visto afectada negativamente por el descenso de los precios del petróleo.

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como resultado de la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el 31 de octubre de 2006, 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 algo más de medio punto porcentual por debajo del nivel observado a finales de julio y se aproximaba a la media del 2005 (véase gráfico 29).

### 5.2 BALANZA DE PAGOS

*Los últimos datos disponibles de balanza de pagos, hasta agosto del 2006, indican que las exportaciones han seguido creciendo a un ritmo moderado en los últimos meses, mientras que las importaciones se han recuperado. Al mismo tiempo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses, registró un déficit del 0,5% del PIB en agosto del 2006, frente al superávit contabilizado en el año anterior, principalmente como resultado del incremento de los precios de importación del petróleo y otras materias primas. En el período de doce meses transcurrido hasta agosto del 2006, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron en 84 mm de euros en comparación con el año anterior, debido, fundamentalmente, al cambio de signo de los flujos de valores distintos de acciones, que pasaron de entradas netas a salidas netas.*

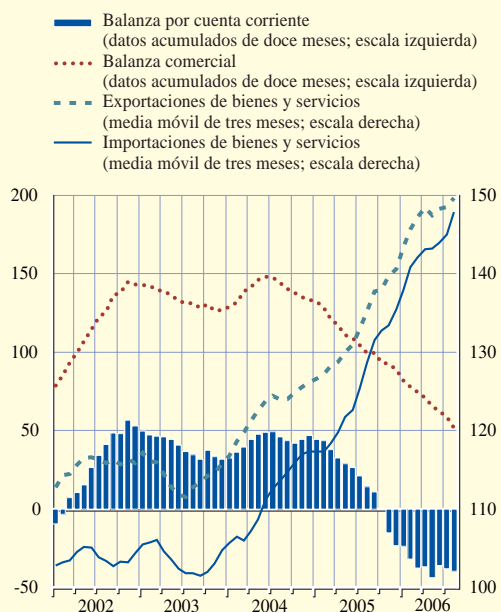
#### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos indican que las exportaciones han seguido creciendo a un ritmo moderado en los últimos meses, mientras que las importaciones se han recuperado. En agosto del 2006, la media móvil de tres meses de las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios se incrementó un 1,5% y un 3,3%, respectivamente, mientras que las tasas de crecimiento correspondientes, en el caso del comercio de bienes fueron del 1,8% y del 3,6%, respectivamente (véase cuadro 8 y gráfico 30).

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta julio del 2006, muestra una moderación del crecimiento tanto de los precios como de los volúmenes de exportación en comparación con el sólido crecimiento registrado en el primer trimestre del año. La evolución de las exportaciones en términos reales puede explicarse, en parte, por el crecimiento de la demanda exterior,

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

un 0,5% del PIB, en agosto del 2006, en comparación con un superávit de 14,3 mm de euros un año antes. El cambio de signo de superávit a déficit fue el resultado de un considerable descenso del superávit del comercio de bienes, que se redujo en 54,1 mm de euros en comparación con el año anterior; el principal factor determinante de esta reducción fue el incremento de los precios de las importaciones de productos energéticos y otras materias primas. El papel fundamental que han desempeñado los mayores costes de las importaciones energéticas en la evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se confirma con los datos más recientes sobre la desagregación geográfica de la cuenta corriente disponible hasta el segundo trimestre del 2006. En comparación con el año anterior, la zona del euro registró un aumento de 59,5 mm de euros en el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses frente al grupo de «otros países», que incluye a las economías exportadoras de petróleo<sup>1</sup>.

### CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta agosto del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales de 6,0 mm de euros (cuadro 8). Las entradas netas de inversiones de cartera (15,3 mm de euros), que tuvieron su origen, principalmente, en las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes, se compensaron parcialmente con las salidas netas de inversiones directas (9,4 mm de euros).

En los doce meses transcurridos hasta agosto del 2006, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron en 84 mm de euros con respecto a la cifra registrada un año antes (gráfico 31). Esta

<sup>1</sup> El grupo de «otros países» incluye a todos los socios comerciales de la zona del euro que no pertenecen a la UE o al G7, y excluye a Suiza.

que parece haberse reducido ligeramente con respecto a los altos niveles registrados en los meses anteriores del año.

El aumento de las importaciones nominales en julio y agosto parece deberse, en parte, a la presión al alza que han ejercido sobre los precios de importación las subidas de los precios del petróleo y otras materias primas. Sin embargo, de cara al futuro, estas presiones al alza podrían resultar transitorias, dados los notables descensos de los precios del petróleo en los meses posteriores. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones reales parece estar repuntando en respuesta a la continua solidez de la actividad interna dentro de la zona del euro, mientras que la apreciación del euro en el primer semestre del 2006 podría haber estimulado la demanda de importaciones. Las importaciones procedentes de países con costes bajos han seguido creciendo significativamente, en particular, las provenientes de China, otras economías emergentes de Asia y los nuevos Estados miembros de la UE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit de 39,6 mm de euros, es decir,

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2006		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2006 Jul	2006 Ago	2005 Nov	2006 Feb	2006 May	2006 Ago	2005 Ago	2006 Ago
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-3,9	-6,9	-6,8	-2,3	-3,5	-0,6	14,3	-39,6
<b>Bienes</b>	-1,6	-3,5	2,9	1,2	1,5	-0,6	69,1	15,0
Exportaciones	114,2	115,2	105,1	110,3	112,5	114,5	1.172,8	1.327,2
Importaciones	115,9	118,7	102,2	109,0	111,0	115,1	1.103,7	1.312,2
<b>Servicios</b>	3,7	0,5	3,4	3,7	2,8	2,4	30,6	36,7
Exportaciones	35,0	34,8	34,6	35,4	34,9	35,2	380,9	420,5
Importaciones	31,3	34,2	31,2	31,8	32,2	32,8	350,3	383,7
<b>Rentas</b>	0,3	2,4	-7,2	-1,3	-1,5	2,6	-25,7	-22,2
<b>Transferencias corrientes</b>	-6,2	-6,4	-5,9	-5,9	-6,2	-5,1	-59,7	-69,1
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	12,3	-3,9	7,5	1,0	35,5	0,8	73,7	134,6
<b>Total inversiones directas y de cartera netas</b>	-8,4	-18,3	-10,6	-19,6	26,8	6,0	91,6	7,5
Inversiones directas netas	-9,4	-2,8	-4,1	-13,4	1,3	-9,4	-156,6	-76,6
Inversiones de cartera netas	1,0	-15,5	-6,5	-6,2	25,4	15,3	248,1	84,2
Acciones y participaciones	39,6	-12,6	-6,4	10,9	5,7	29,3	206,4	118,7
Valores distintos de acciones	-38,6	-2,9	-0,2	-17,1	19,7	-13,9	41,8	-34,5
Bonos y obligaciones	-13,6	-9,5	-6,7	-16,7	25,5	-3,1	21,0	-3,0
Instrumentos del mercado monetario	-24,9	6,7	6,5	-0,4	-5,8	-10,8	20,8	-31,5
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	-0,5	0,5	3,4	4,3	1,2	1,5	7,9	12,5
Importaciones	2,5	4,0	3,7	5,6	1,7	3,3	12,3	16,6
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	0,2	0,9	3,1	4,9	2,0	1,8	7,6	13,2
Importaciones	4,7	2,5	4,2	6,7	1,8	3,6	13,5	18,9
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	-2,5	-0,7	4,2	2,5	-1,5	0,8	8,9	10,4
Importaciones	-4,9	9,5	2,2	1,9	1,3	1,9	8,5	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.

reducción tuvo su origen en un descenso de las entradas netas de inversiones de cartera (de 248 mm de euros a 84 mm de euros), que sólo se compensó en parte con una caída de las salidas netas de inversiones directas (de 157 mm de euros a 77 mm de euros). Estos descensos incluyen reducciones significativas de igual magnitud tanto de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones como de las salidas netas de inversiones directas, debido a los efectos de una operación excepcionalmente grande, que hizo aumentar estos flujos en el año anterior. Por consiguiente, la caída del agregado de inversiones directas y de cartera en los doce meses transcurridos hasta agosto del 2006 se debe, principalmente, a la reducción de las inversiones de cartera resultante de un cambio de signo, de entradas netas (41,8 mm de euros) a salidas netas (34,5 mm de euros), en los valores distintos de acciones, fundamentalmente como consecuencia de una disminución de las compras netas de valores de renta fija de la zona del euro por parte de no residentes. Al mismo tiempo, las entradas netas de valores de renta variable han seguido siendo significativas (118,7 mm de euros), en consonancia, en gran medida, con la mejora sostenida del crecimiento de la rentabilidad de las empresas de la zona del euro en relación con las de Estados Unidos durante el año 2006.

La desagregación geográfica indica que las salidas netas de inversiones directas, acumuladas de doce meses, hasta el segundo trimestre del 2006 estuvieron determinadas, principalmente, por las inversiones

### Gráfico 31 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

directas de la zona del euro realizadas en el Reino Unido, los diez nuevos Estados miembros de la UE, Estados Unidos y el grupo de «otros países»<sup>2</sup>. En el lado de los activos de las inversiones de cartera, las mayores compras netas de activos exteriores por parte de residentes en la zona del euro correspondieron a activos del Reino Unido, Estados Unidos, los centros financieros extraterritoriales y el grupo de «otros países». Al mismo tiempo, la posición de inversión internacional de la zona del euro registró pasivos netos por importe de 955,0 mm de euros (alrededor del 12% del PIB) a finales del segundo trimestre del 2006, lo que supone una ligera reducción con respecto a la posición deudora neta de 960,3 mm de euros registrada al final del primer trimestre. El descenso se debió, principalmente, a revalorizaciones como resultado de variaciones de los tipos de cambio y del precio de los activos, que afectaron fundamentalmente a las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones y a otras inversiones.

<sup>2</sup> Cabe señalar que las cifras de inversiones directas y de cartera, en acciones y participaciones, de la zona del euro, acumuladas de doce meses, hasta junio del 2006, frente al Reino Unido se ven afectadas por una operación financiera excepcionalmente grande realizada en junio del 2005, que no afectó al agregado de inversiones directas y de cartera. Para más información, véase página 50 del Boletín Mensual del BCE de octubre del 2006.

## ARTÍCULOS

### «ACTIVISMO» DE LA POLÍTICA MONETARIA



*Aunque no existe un concepto generalmente aceptado de «activismo» de la política monetaria, para valorar de forma significativa dicho concepto es necesario considerar, por un lado, la determinación con la que un banco central intenta cumplir su objetivo estatutario en la ejecución diaria de la política monetaria y, por otro, las características del entorno macroeconómico en el que opera. En efecto, la complejidad de la macroeconomía y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas influyen en el mandato de política monetaria asignado al banco central y en su determinación de cumplirlo. Así pues, bancos centrales que estén igualmente comprometidos a alcanzar su objetivo y que muestren la misma determinación para lograrlo pueden, sin embargo, comportarse de forma diferente a lo largo del ciclo económico. De acuerdo con este punto de vista, en el presente artículo se argumenta que, tanto el firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro y el grado de rigidez existente en la economía, como la combinación desfavorable de perturbaciones macroeconómicas que han afectado a la zona, son aspectos clave para comprender la política monetaria instrumentada por el BCE en los últimos ocho años.*

#### I INTRODUCCIÓN

Los bancos centrales deben calibrar constantemente sus decisiones de política monetaria en función de su valoración del estado de la economía, incluido el impacto esperado de los anteriores impulsos de su política monetaria. De forma similar, los observadores externos valoran continuamente la adecuación de la política de la autoridad monetaria y, en particular, la oportunidad de sus decisiones. En este contexto, la energía y oportunidad, es decir, la determinación, con las que el banco central actúa, y con las que se percibe que actúa, tienen relación con el cumplimiento de su objetivo de política monetaria, aunque no dependen enteramente de ello, al menos en lo que a percepciones se refiere. Por ejemplo, pese al éxito del BCE en mantener la inflación generalmente en línea con su objetivo de inflación a medio plazo, se ha cuestionado a veces el grado de «activismo» de su política monetaria, especialmente en el prolongado período de estabilidad de los tipos de interés oficiales observado desde junio del 2003 a diciembre del 2005.

Aunque este debate es, en parte, reflejo de divergencias en la evaluación del estado de la economía y respecto a las medidas de política monetaria más adecuadas, también parece ser consecuencia de la falta de una interpretación común del significado de «activismo» y de los conceptos demasiado simplistas adoptados, en ocasiones, para su valoración. En este artículo se analizan algunos conceptos de

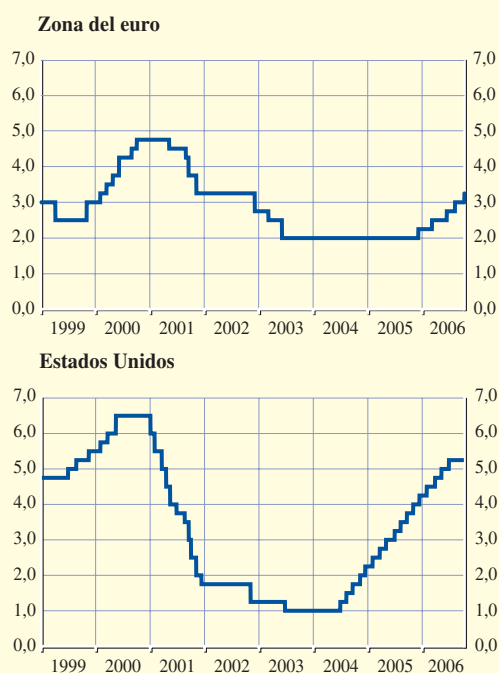
«activismo» y se argumenta que, para ser significativa, toda valoración del grado de «activismo» debería, como mínimo, hacer referencia a la determinación con la que un banco central intenta cumplir su objetivo estatutario y a las características del entorno macroeconómico en el que opera.

En la sección siguiente se examinan algunos conceptos de activismo y se explica cómo las definiciones más simples, basadas en la frecuencia y la magnitud de los cambios de política monetaria realizados durante un período determinado, no tienen en cuenta la naturaleza de las perturbaciones económicas y la estructura de la economía. En la tercera sección se abordan algunos problemas asociados a la valoración del «activismo» de los bancos centrales basada en estimaciones empíricas de reglas de política monetaria o funciones de reacción. La cuarta sección ilustra cómo la flexibilidad o rigidez de los precios y la persistencia de la inflación pueden combinarse e interactuar con la credibilidad de los bancos centrales y con la instrumentación de la política monetaria, influyendo también en su patrón. En la quinta sección se proporcionan evidencias relativas a la zona del euro: el anclaje de las expectativas de inflación, la rigidez de los precios y la combinación desfavorable de perturbaciones que han afectado a la zona son elementos fundamentales para comprender la política monetaria del BCE, cuya contribución al mantenimiento de la estabilidad de precios en estas condiciones se estudia al final de la sección. En la última sección se presentan las conclusiones.



**Gráfico 1 Tipos de interés oficiales en la zona del euro y en Estados Unidos**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Reserva Federal.

Nota: Para la zona del euro, el tipo de interés oficial es el tipo de las operaciones principales de financiación, hasta el 28 de junio de 2000, y el tipo mínimo de puja, en fechas posteriores. Para Estados Unidos, es el tipo de interés de los fondos federales. La última observación corresponde al 11 de octubre de 2006.

## 2 CONCEPTOS DE «ACTIVISMO»

No existe un concepto único de «activismo», y ello es particularmente evidente si se compara el patrón de política monetaria de los distintos bancos centrales. Una manera, citada con frecuencia pero demasiado simplista, de medir el «activismo» es comparar la frecuencia y la amplitud de las decisiones de política monetaria a lo largo de un período de tiempo, tal y como se reflejan, por ejemplo, en la volatilidad del tipo de interés oficial. De acuerdo con estas medidas, cuanto más frecuentes y amplias sean las variaciones del instrumento de política monetaria, más «activista» se considerará que es el banco central. Por ejemplo, el BCE ha modificado su tipo de interés oficial (el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación) 22 veces desde 1999. A

lo largo del ciclo de relajación de la política monetaria que comenzó en el 2001 se redujo el tipo de interés oficial en un total de 275 puntos básicos, distribuidos en una secuencia de siete recortes. El BCE empezó a invertir este ciclo en diciembre del 2005 y ha modificado, desde entonces, el tipo de interés oficial en cinco ocasiones. Durante el mismo período, otras áreas económicas, como Estados Unidos, han adoptado medidas más enérgicas, en términos de frecuencia e importancia de las decisiones, tanto en los ciclos de relajación como en los de endurecimiento de la política monetaria (véase gráfico 1).

¿Sugiere esta evidencia que el BCE no ha sido suficientemente «activo», es decir, efectivo o eficiente en cumplir su mandato, en comparación con otros bancos centrales? La respuesta a esta pregunta es negativa. Una valoración significativa del «activismo» de la política monetaria ha de tener en cuenta, al menos, los dos elementos siguientes.

En primer lugar, la valoración debería basarse en la energía y oportunidad con las que un banco central intenta cumplir su objetivo estatutario en el diseño diario de la política monetaria. La autoridad legal, la estrategia de política monetaria seguida y la claridad y amplitud de sus estatutos son los determinantes fundamentales del grado de compromiso de un banco central.

En las últimas décadas se ha observado una convergencia de los estatutos y objetivos de los bancos centrales de varios países. Tras llevarse a cabo una serie de reformas institucionales a escala mundial, se ha dado independencia a las autoridades monetarias de numerosos países y se les ha asignado la responsabilidad de proporcionar un ancla nominal a la economía, manteniendo la inflación en un nivel reducido y estable. Por otro lado, el objetivo del banco central se articula con mayor frecuencia en una estrategia de política monetaria bien definida y anunciada explícitamente por el banco central. Por estas razones, los determinantes de la política monetaria derivados de los mandatos y de las estrategias de los bancos centrales tienden a mostrar similitudes generales en muchos países. Sin embargo, pese a esta convergencia, las políticas monetarias instrumentadas por los bancos centrales siguen sendas bastante dife-



rentes y no son necesariamente similares a lo largo del ciclo económico. ¿Cuáles son los motivos de estas diferencias persistentes?

Para contestar a esta pregunta, es preciso hacer referencia a un segundo elemento: las características del entorno macroeconómico. La frecuencia con la que se modifican los tipos de interés oficiales no es una estadística suficiente para evaluar el grado de «activismo» de un banco central, cuando fuerzas exógenas alteran las perspectivas macroeconómicas. A igualdad de otros factores, una economía en la que la inflación y la actividad económica cambian rápidamente (es decir, que existen perturbaciones exógenas intensas y que se propagan con celeridad) podría necesitar una actuación más decidida de lo habitual por parte del banco central.

Las medidas más precisas del «activismo» van al menos un paso más allá de una simple comparación de sendas de política monetaria basadas en la frecuencia y la magnitud de las variaciones de tipos de interés. Las más sencillas estiman la solidez de la correlación estadística existente entre el instrumento de política monetaria y un conjunto determinado de principales variables macroeconómicas. Así pues, para evaluar el grado de «activismo» de la política monetaria en este contexto, los observadores externos se basan, frecuentemente, en la magnitud de los parámetros de respuesta de funciones estimadas de reacción de la política monetaria<sup>1</sup>.

Una formulación convencional de estas funciones de reacción es la siguiente regla de tipo Taylor<sup>2</sup>:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho) \{r^* + \pi^* + \beta E_t(\pi_{t+h} - \pi^*) + \gamma(y_t - y_t^*)\} + \varepsilon_t \quad (1)$$

donde  $i_t$  es el tipo de interés nominal a corto plazo actual. La evolución del tipo de interés a lo largo del tiempo se explica mediante tres términos:

- El primero es un término de inercia, en el que se postula que el tipo de interés actual está influido por su valor retardado  $i_{t-1}$  y el parámetro  $\rho$  determina la medida en que el tipo actual depende de sus valores pasados. En el recuadro se analizan con más detalle las posibles explicaciones del

alto grado de inercia que presentan, con frecuencia, las estimaciones empíricas de las funciones de reacción de los bancos centrales.

- El segundo término, constituido por los elementos entre llaves, representa el nivel al que —según la ecuación 1— el banco central llevará, con el tiempo, el tipo de interés a corto plazo observado, en respuesta a la situación económica actual. Este término compuesto es la suma del valor de equilibrio a largo plazo del tipo de interés real a corto plazo,  $r^*$ , el objetivo de inflación a largo plazo del banco central,  $\pi^*$ , y los indicadores de presiones inflacionistas ( $\pi_{t+h} - \pi^*$ ) y ( $y_t - y_t^*$ ). Si no se producen perturbaciones con implicaciones para la inflación y el producto,  $r^* + \pi^*$  es el tipo nominal de equilibrio al que el tipo de interés oficial del banco central convergerá con el tiempo. Sin embargo, si se producen perturbaciones, será necesario llevar el tipo de interés a corto plazo hasta un nivel superior o inferior a  $r^* + \pi^*$ , dependiendo de la reacción del banco central ante desviaciones de la inflación esperada en varios períodos del futuro  $\pi_{t+h}$  con respecto al objetivo del banco central  $\pi^*$ , y ante la desviación del producto actual  $y_t$  con respecto a su nivel potencial  $y_t^*$ . Los parámetros  $\beta$  y  $\gamma$ , respectivamente, miden la intensidad de estas reacciones.
- Por último, el tercer término viene dado por  $\varepsilon_t$ , que representa la diferencia entre el tipo de interés a corto plazo observado y el patrón de política monetaria recogido por los otros dos términos de la regla.

Según los que opinan que estas funciones de reacción son una buena representación de la política monetaria de un banco central orientada a alcanzar su objetivo y que, por ende, el término  $\varepsilon_t$  es siempre poco significativo o, simplemente, un «ruido blanco», un banco central se consideraría relativamente

1 Para una información más detallada sobre las reglas de política monetaria, incluidas las funciones de reacción, véase el artículo titulado «Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», en el Boletín Mensual de octubre del 2001.

2 Este término procede del trabajo de John Taylor (1993), «Discretion versus policy rules in practice», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, pp. 195-214.

más «activo» si una función de reacción estimada sobre la base de su política monetaria pasada presentara: (1) coeficientes de reacción relativamente más altos ante  $(\pi_{t+h} - \pi^*)$  y  $(y_t - y_t^*)$ ; y (2) un coeficiente de inercia relativamente más bajo ante el tipo de interés retardado, que se traduce en un proceso más rápido de ajuste del tipo nominal observado  $i_t$  al nivel que se desea alcanzar a más largo plazo.

Si bien esta conclusión puede resultar prematura por las razones que se detallan a continuación, utilizar el enfoque de la función de reacción para analizar el «activismo» de la política monetaria puede poner de manifiesto las falacias a las que pueden conducir comparaciones más simples entre bancos centrales, basadas en la frecuencia y la amplitud de las variaciones de tipos de interés. Sirva de ejemplo el caso hipotético de dos bancos centrales que tengan funciones de reacción idénticas en economías con estructuras similares, pero que se enfrenten a perturbaciones económicas muy distintas. La función de reacción de la política monetaria prescribirá variaciones frecuentes y enérgicas del tipo de interés oficial, si el banco central de la primera economía tiene que hacer frente, predominantemente, a perturbaciones de demanda, es decir, perturbaciones que provoquen persistentes desviaciones con respecto al crecimiento tendencial, así como efectos simétricos y duraderos sobre el producto y la inflación, que hagan que se muevan en la misma dirección. Por el contrario, la misma función de reacción prescribi-

rá un patrón diferente en la segunda economía, si se producen frecuentes perturbaciones de oferta, es decir, perturbaciones que originen fuertes fluctuaciones transitorias de la inflación, seguidas —en ausencia de medidas de política monetaria que contrarresten las perturbaciones— de menores efectos de segunda vuelta y de movimientos concomitantes de la actividad real, en dirección opuesta a la de la inflación. En estos casos, debido al carácter transitorio de la respuesta inicial de la inflación, el banco central analizará la perturbación inmediata y modificará su política monetaria sólo en la medida necesaria para contrarrestar los efectos duraderos de la perturbación sobre la inflación anticipados en los siguientes trimestres.

En conclusión, aunque estuviesen sistemáticamente proclives a responder de la misma manera a la misma situación macroeconómica —siendo, por lo tanto, igualmente «activos»—, los dos hipotéticos bancos centrales de este ejemplo modificarían sus tipos de interés oficiales a velocidades e intervalos distintos. Siempre que las expectativas de inflación estuviesen bien ancladas, la senda de política monetaria elegida por el banco central que hubiese de hacer frente, predominantemente, a perturbaciones de oferta sería más suave y menos volátil. Esta elección no estaría relacionada con sus estrategias y con la energía y oportunidad con las que adoptaría las decisiones de política monetaria, sino que estaría determinada, por el contrario, por el hecho de actuar en un entorno macroeconómico diferente.

#### Recuadro

#### ARGUMENTOS TEÓRICOS A FAVOR DE LA SUAVIZACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales están recibiendo constantemente nuevas informaciones que afectan a su valoración del estado y de las perspectivas de la economía. Sin embargo, para muchos de estos bancos ello no se traduce en una política de tipos de interés oficiales que suponga grandes saltos o frecuentes cambios de dirección. Con frecuencia, los tipos de interés oficiales se modifican mediante pequeñas variaciones y los estudios empíricos hallan considerables evidencias de elementos de inercia en el proceso de ajuste. Los economistas han intentado encontrar argumentos teóricos para racionalizar esta clara disposición de los bancos centrales a suavizar la senda del tipo de interés oficial. En el presente recuadro se analizan las explicaciones más conocidas.

### 1. Proceso de aprendizaje

El resultado clásico de Brainard (1967) estableció que la incertidumbre en torno a los valores verdaderos de los parámetros del modelo de economía debería atenuar la respuesta del instrumento de política monetaria a las perturbaciones, dado que el banco central intenta minimizar la varianza de los resultados macroeconómicos. La relación entre la incertidumbre macroeconómica y la política monetaria óptima también fue estudiada por Sack (1998), obteniendo resultados en línea con los alcanzados por Brainard. En su modelo de economía, el responsable de la política monetaria tiene que hacer frente a la incertidumbre en torno a los efectos de las medidas de política monetaria, restringiendo los ajustes óptimos del tipo de interés oficial a niveles cercanos al tipo que el banco central considera más seguro para el buen fin de sus decisiones. Las variaciones del tipo de interés oficial proporcionan nuevos datos sobre los parámetros del modelo, lo que da lugar a nuevos ajustes del tipo de interés, generando una política monetaria de tipo inercial<sup>1</sup>.

### 2. Pérdida de credibilidad

Estrechamente relacionada con el argumento precedente, esta justificación tradicional de la inercia observada en la política monetaria fue formalizada por Ellis y Lowe (1997) en el contexto de la información asimétrica existente entre el banco central y el público. Si el banco central tiene un conocimiento imperfecto de los detalles del modelo que rige la economía o en caso de que el público crea que el banco central no está perfectamente informado de la evolución actual de la economía, frecuentes alteraciones de la senda de tipos de interés oficiales podrían arrojar algunas dudas sobre la capacidad del banco central para entender cómo funciona la economía. Este argumento también fue planteado por Williams (2003), refiriéndose al hecho de que la autoridad monetaria podría estar dispuesta a evitar cambios de dirección en la fijación del tipo de interés oficial, ante el temor de que pudieran ser interpretados como «errores» de política monetaria, que redundaran en un menoscabo de su reputación<sup>2</sup>.

### 3. Perturbaciones en los mercados de capitales

Cukierman (1989) observó que los contratos estándar de préstamo de las entidades de crédito se caracterizan por plazos largos y tipos de interés predeterminados. Sin embargo, los contratos estándar de depósito establecen habitualmente plazos cortos, por lo que responden rápidamente a variaciones de los tipos de interés nominales y a perturbaciones imprevistas de la demanda de crédito o de dinero. Por este motivo, la inercia de los tipos de interés protege, en cierta medida, al sistema bancario frente a perturbaciones negativas que afecten a los flujos de caja por el lado del pasivo de las entidades de crédito. Este mecanismo podría limitar el riesgo de insolvencias bancarias generalizadas y ayudaría a evitar tensiones excesivas en los mercados financieros como resultado de decisiones de política monetaria<sup>3</sup>.

- 1 W. Brainard (1967), «Uncertainty and the effectiveness of policy», *American Economic Review*, papers and Proceedings 57, pp. 411-425.
  - 2 B. Sack (1998), «Uncertainty, learning and gradual monetary policy», FEDS Working Paper 1998-34. Board of Governors of the Federal Reserve System.
  - 3 L. Ellis y P. Lowe (1997), «The smoothing of official interest rates», en P. Lowe (ed.) *Monetary and inflation targeting*, Reserve Bank of Australia. J.C. Williams (2003), «Simple rules for monetary policy», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, pp. 1-12.
- 3 A. Cukierman (1989), «Why does the Fed smooth interest rates?», *Economic Policy Conference 14*, pp. 111-157. Véase también A.S. Blinder (2000), «Critical issues for modern major central bankers», en *European Central Bank and Center for Financial Studies (eds.) Modern monetary policy-making under uncertainty*, pp. 64-74.

#### 4. Superar el sesgo de estabilización

Este argumento fue desarrollado por Woodford (2003). Desde una perspectiva de futuro, la autoridad monetaria podría tener más probabilidades de estabilizar la economía, comprometiéndose a ajustar el tipo de interés oficial de manera inercial. Este compromiso reforzaría la capacidad del banco central de influir en las expectativas de tipos de interés futuros y, por ende, de estabilizar más eficazmente la inflación y el producto. Por ejemplo, supongamos que la economía se vea afectada negativamente por una perturbación inflacionista. Si los agentes esperan que el banco central responderá a esta perturbación con una progresiva elevación del tipo de interés oficial, las expectativas de aumentos persistentes de los tipos de interés a corto plazo en el futuro dispararán los tipos de interés de mercado de los valores a largo plazo, ya que éstos pueden considerarse, en general, como medias de los tipos de interés a corto plazo previstos hasta el vencimiento de estos valores. Dado que se considera que los tipos de interés a medio y largo plazo son unos determinantes importantes de las condiciones en las que el sector privado puede tomar prestado para financiar el gasto (Goodfriend, 1991; Tinsley, 1999), puede esperarse que un alza de sus tipos de interés reduzca la demanda agregada. En consecuencia, las expectativas de inflación quedarían también atenuadas y los efectos inflacionistas de la perturbación inicial se verían mitigados por la ausencia de efectos de segunda vuelta. En otras palabras, la regla inercial corrige un incremento transitorio de la inflación a través de dos canales: un aumento del tipo de interés oficial actual y una disminución de las expectativas de inflación, debido a la elevación de los tipos de interés oficiales previstos en el futuro. Por lo tanto, una política monetaria capaz de alcanzar un grado óptimo de inercia lograría una mejor relación entre la estabilización de la inflación y la estabilización de la brecha de producción, al reducirse la necesidad de efectuar grandes ajustes del tipo de interés oficial<sup>4</sup>.

#### 5. Límite inferior cero de los tipos de interés nominales

Rotemberg y Woodford (1999) señalaron que, desde una perspectiva de futuro, el límite cero de los tipos de interés nominales genera incentivos adicionales para mantener una varianza reducida de los tipos de interés oficiales, especialmente en un entorno de baja inflación. La inercia de los tipos de interés nominales permitiría abordar más fácilmente el problema del límite cero porque, como se indicó anteriormente, con una política monetaria de tipo inercial no sería necesario realizar modificaciones relativamente importantes del tipo de interés oficial si los agentes actúan con una suficiente perspectiva de futuro. Reifschneider y Williams (2000) y Wolman (2005) se basaron en este concepto, hallando que, una vez que el tipo de interés oficial alcanzara su límite inferior, se podía instrumentar de forma prolongada una política monetaria de tipo inercial, que ejercería presiones a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, de acuerdo con la teoría de las expectativas de la estructura temporal, lo que mitigaría marcadamente los efectos negativos del límite inferior cero del tipo de interés nominal a corto plazo<sup>5</sup>.

4 M. Woodford (2003), «Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy», Princeton University Press. M.S. Goodfriend (1991), «Interest rates and the conduct of monetary policy», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 34, pp. 7-30. P.A. Tinsley (1999), «Short rate expectations, term premiums, and central bank use of derivatives to reduce policy uncertainty», FEDS Working Paper 1999-14. Board of Governors of the Federal Reserve System.

5 J.J. Rotemberg y M. Woodford (1999), «Interest-rate rules in an estimated sticky price model», en J. B. Taylor (ed.) Monetary policy rules, pp. 57-119. University of Chicago Press. D. Reifschneider y J. C. Williams (2000), «Three lessons for monetary policy in a low inflation era», Journal of Money, Credit and Banking 32, pp. 936-966. A.L. Wolman (2005), «Real implications of the zero bound on nominal interest rates», Journal of Money, Credit and Banking 37, pp. 273-296.

### 3 LIMITACIONES DE LAS FUNCIONES DE REACCIÓN COMO MEDIDAS EMPÍRICAS DEL «ACTIVISMO»

Tal y como se indica en la sección precedente, las funciones estimadas de reacción son, en principio, un método más elaborado de determinación del grado de «activismo» con el que un banco central reacciona ante una desviación observada o esperada de la evolución económica con respecto a su objetivo. Sin embargo, presentan tres limitaciones principales.

La primera y más importante es que, por lo general, la determinación y oportunidad con las que un banco central adopta medidas para alcanzar su objetivo de política monetaria no pueden cuantificarse sin conocer las principales fuerzas estructurales y relaciones económicas que rigen el funcionamiento de la economía en la que el banco central opera (véase también la sección 4). Los bancos centrales calibran sus decisiones de política monetaria en función de las características estructurales que determinan el mecanismo de transmisión de perturbaciones exógenas y de la propia política monetaria a lo largo del tiempo. En consecuencia, los coeficientes de reacción estimados sobre la base de regularidades pasadas de la política monetaria reflejan tanto el grado deseado de «activismo» del banco central como la situación estructural de la economía en la que opera el banco central.

La segunda limitación proviene del hecho de que, si bien las funciones estereotípicas de reacción de la política monetaria son lo suficientemente sencillas para su uso como instrumentos pedagógicos y a efectos de modelización, describen de forma incompleta e insatisfactoria el comportamiento de los bancos centrales en materia de política monetaria. En el caso del BCE, estos instrumentos empíricos no reflejan la esencia de su estrategia basada en dos pilares. Esta estrategia se fundamenta en una conciliación amplia, y dependiente del estado de la economía, de una serie de indicadores articulados en una doble valoración de los riesgos para la estabilidad de precios en distintos horizontes temporales. El análisis económico se centra en la valoración de la evolución de la inflación de corto a medio plazo. El análisis monetario contrasta las indicaciones proporcionadas por el análisis econó-

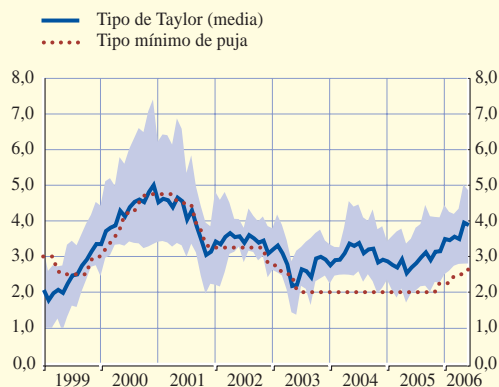
mico con la información extraída de variaciones de reducida frecuencia de los indicadores económicos. Este contraste sirve para proteger a la política monetaria del riesgo de influencia a corto plazo de indicadores excesivamente volátiles y poco fiables. Se trata de un elemento estratégico clave para la orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE. Este contraste complejo y exhaustivo no puede comprimirse en una relación funcional estable y mecanicista, que vincule el tipo de interés oficial con una serie de indicadores macroeconómicos. Como el BCE ha manifestado reiteradamente en las explicaciones de sus decisiones de política monetaria que ofrece en tiempo real, la política monetaria nace de un proceso de valoración sintética que tiene en cuenta las contingencias económicas de la zona del euro y la permanente evolución de las relaciones económicas estructurales.

En tercer lugar, las estimaciones de los coeficientes de funciones de reacción convencionales adolecen de un alto grado de incertidumbre estadística. Las estimaciones empíricas de las funciones de reacción proporcionan valores muy diferentes de los coeficientes dependiendo de la especificación exacta de la ecuación. Por ejemplo, la literatura señala coeficientes indicativos de presiones inflacionistas, que van desde valores negativos o próximos a cero hasta estimaciones bastante elevadas<sup>3</sup>. A esta incertidumbre se añade la que presenta la medición de los indicadores macroeconómicos de la función de reacción. A título ilustrativo, el gráfico 2 ofrece una representación visual de la incertidumbre en torno a las prescripciones de la política monetaria, derivada de una calibración estándar de una regla de Taylor, que atribuye una ponderación de

3 Para estas estimaciones, véanse, entre otros, K. Carstensen (2006), «Estimating the ECB policy reaction function», *German Economic Review* 7, n.º 1, pp. 1-34; D. Gerdesmeier y B. Roffia (2004), «Empirical estimates of reaction functions for the euro area», *Swiss Journal of Economics and Statistics* 140, n.º 1, pp. 37-66; B. Hayo y B. Hofmann (2006), «Comparing monetary policy reaction functions: ECB vs. Bundesbank», *Empirical Economics* (de próxima publicación); F. Heinemann y F. Hüfner (2004), «Is the view from the Eurotower purely European? - National Divergence and ECB Interest Rate Policy», *Scottish Journal of Political Economy* 51, n.º 4, pp. 544-558; S. Sauer y J.-E. Sturm (2006), «Using Taylor rules to understand ECB monetary policy», *German Economic Review* (de próxima publicación).

**Gráfico 2 Tipos de interés oficiales en la zona del euro según la regla de Taylor**

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada muestra los valores máximos y mínimos del tipo de interés nominal según la regla de Taylor, utilizando distintas medidas estadísticas de la brecha de producción y de la inflación. La línea continua representa la media aritmética de los tipos. Para los cálculos se utilizan los valores paramétricos estándar de 1,5, para las desviaciones de la inflación con respecto al objetivo del banco central, y de 0,5 para la brecha de producción, de acuerdo con la formulación original propuesta por Taylor. Para el tipo de interés oficial se adopta un término constante, igual a la media obtenida de un conjunto de reglas de tipo Taylor estimadas para el período comprendido entre enero del año 1999 y marzo del 2006. Tal y como se explica en el texto, esta medida tiene límites conceptuales debido a la estimación en forma reducida de la regla. Los datos son mensuales. Los datos trimestrales se interpolan utilizando una *spline* cúbico. La última observación corresponde a marzo del 2006.

1,5 a desviaciones de la inflación con respecto al objetivo del banco central, y de 0,5 a la desviación del producto con respecto a su nivel potencial. Para ello, se asignan distintas medidas estadísticas, tanto a la brecha de producción como a la inflación, y se muestran los tipos de interés nominales a corto plazo resultantes en forma de intervalo sombreado. Las medidas alternativas utilizadas en el análisis comprenden cuatro indicadores de brecha de producción distintos y tres medidas de la inflación o de las expectativas de inflación que aparecen con frecuencia en la literatura económica<sup>4</sup>. El gráfico evidencia que la elección del indicador al que, hipotéticamente, responderá la política monetaria en el contexto de una regla de tipo Taylor afectará sustancialmente al tipo de interés implícito. El intervalo más grande de tipos nominales a corto plazo previstos a lo largo del período muestral alcanza los 400 puntos básicos. Dada la amplitud del intervalo, no cabe sorprenderse ante la enorme variedad que muestran las distintas especificaciones

en cuanto a capacidad de realizar un seguimiento de la política monetaria. En particular, algunas especificaciones implican prescripciones de tipos de interés razonablemente cercanas al tipo de interés oficial del BCE hasta mediados del 2003. Sin embargo, la política monetaria del BCE se volvió entonces más acomodaticia de lo que hubiera supuesto la mayor parte de los tipos de interés derivados de una regla de Taylor sencilla. Ello sugiere que, en general, las reglas de Taylor sencillas no describen adecuadamente la política monetaria, es decir, que el término  $\varepsilon_t$  de la ecuación 1 no siempre puede considerarse como poco significativo o simplemente como «ruido blanco», y también puede reflejar, por ejemplo, una intención deliberada por parte del banco central.

La incertidumbre en torno a los resultados de estas estimaciones no se observa sólo en la zona del euro. Existen numerosos estudios relativos a la Reserva Federal de Estados Unidos, basados en períodos muestrales más dilatados. No obstante, las estimaciones concretas de los parámetros de respuesta a la inflación y al producto varían considerablemente, en función del período muestral y de las medidas económicas subyacentes. Por ejemplo, la utilización de medidas en tiempo real o de medidas a posteriori de la brecha de producción da lugar a interpretaciones muy distintas de la evolución económica de Estados Unidos<sup>5</sup>.

4 Las medidas de la brecha de producción incluyen las desviaciones de la producción industrial con respecto a una tendencia lineal-cuadrática y a una tendencia sometida al filtro Hodrick-Prescott, la desviación del PIB con respecto a una tendencia pasada por el citado filtro, y la brecha de producción de la OCDE. Las medidas de la inflación son la inflación observada y las expectativas de inflación a un año vista obtenidas de la Encuesta a Expertos en Previsión Económica y de Consensus Economics. Los tipos de interés se calculan para las 12 combinaciones de estas medidas de la brecha de producción y de la inflación.

5 Véanse, entre otros, W.B. English, W. R. Nelson y B. P. Sack (2003), «Interpreting the significance of the lagged interest rate in estimated monetary policy rules», *Contributions to Macroeconomics* 3, artículo 5; S. Kozicki (1999), «How useful are Taylor rules for monetary policy?», *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 2, pp. 5-33; A. Orphanides (2001), «Monetary policy rules based on real-time data», *American Economic Review* 91, pp. 964-985; G.D. Rudebusch (2001), «Is the Fed too timid? Monetary policy in an uncertain world», *Review of Economics and Statistics* 83, pp. 203-217.



#### 4 ESTRUCTURAS ECONÓMICAS Y POLÍTICA MONETARIA

Un factor estructural básico para valorar el «activismo» de un banco central es el grado de flexibilidad con el que los precios y salarios responden a las perturbaciones. Debido a la existencia de diversas fricciones, los agentes que fijan los precios y negocian los salarios pueden ser más o menos lentos a la hora de procesar la información económica relevante, incluidos los cambios en la orientación de la política monetaria, y de incorporar esta información a los precios y salarios.

La lentitud del mecanismo de ajuste de los precios y salarios tiene dos consecuencias principales. En primer lugar, en economías en las que existen fricciones nominales importantes, los precios y salarios reflejan modificaciones de las variables fundamentales con notables retrasos. Ello incrementa la probabilidad de que la carga del ajuste a los desequilibrios creados por las perturbaciones económicas induzca fluctuaciones indeseables del producto y del empleo. En cambio, una economía más flexible podría potenciar la resistencia a medio y largo plazo a perturbaciones exógenas, dedicando la mayor parte del ajuste a reequilibrar las variaciones de precios y salarios. En segundo lugar, manteniéndose constantes los demás factores, la rigidez nominal puede afectar al grado de persistencia de la inflación. Las variaciones de costes tienden a distribuirse a lo largo de un extenso período de tiempo, ya que en una economía rígida los precios se ajustan lentamente a cambios en las circunstancias subyacentes. Por consiguiente, las rigideces nominales tienden, a la vez, a atenuar y perpetuar el impacto de una perturbación.

Como resultado de estos dos efectos, la rigidez en el ajuste de los precios afecta de forma significativa al mecanismo de transmisión de la política monetaria y a la adecuada respuesta de esta política a las perturbaciones económicas. Por lo que se refiere al mecanismo de transmisión, una mayor rigidez de los precios supone que una determinada variación del tipo de interés oficial nominal tendrá un mayor impacto sobre el tipo de interés real, que es, en última instancia, uno de los determinantes de la demanda agregada. Por ejemplo, en este en-

torno un determinado recorte del tipo de interés oficial nominal —calculado de tal forma que no ponga en peligro el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo— favorecerá mucho más la actividad económica real que en una economía más flexible.

En cuanto a la adecuada respuesta a las perturbaciones económicas, siempre que un banco central goce de una elevada credibilidad y que las expectativas de inflación estén firmemente ancladas en torno a la definición cuantitativa de estabilidad de precios del banco central —salvedad que se analiza más abajo—, la política monetaria debería adoptar una postura constante y analizar la evolución a corto plazo de la inflación. El motivo es que, en una economía caracterizada por importantes fricciones nominales, la inflación tendería a responder de forma más leve a una perturbación, debido a la mayor lentitud con la que los agentes tendrían en cuenta las noticias económicas en su proceso de ajuste de los precios. Por otro lado, ante la elevada credibilidad de un banco central los agentes esperarían que la institución volviese finalmente a situar la inflación en el nivel en el que se encontraba antes de la perturbación. Así pues, pese a la existencia de fricciones significativas que tenderían a ralentizar el proceso a través del cual las perturbaciones influyen con el tiempo en la inflación, ésta podría tender, en general, a ser menos persistente y las propias perturbaciones podrían disiparse más rápidamente.

En estas circunstancias, una respuesta excesivamente agresiva a una evolución a corto plazo podría introducir una volatilidad innecesaria en los mercados y en la economía. Sin embargo, la aparente «paciencia», es decir, la menor varianza de los tipos de interés oficiales y la resultante divergencia con respecto a las prescripciones sugeridas por las funciones de reacción sencillas, no sería indicativa de una injustificada inercia, pasividad o despreocupación por la situación macroeconómica por parte de la política monetaria, sino que reflejaría un cuidadoso ajuste de la política monetaria a las particularidades estructurales de la economía subyacente, lo que se traduciría en una respuesta más moderada.



Sin embargo, esta simple descripción de cómo la política monetaria respondería a perturbaciones en una economía más rígida no es suficiente para reflejar los retos a los que ha de hacer frente un banco central en situaciones de la vida real. En primer lugar, la respuesta del banco central a las perturbaciones debe tomar en consideración la incertidumbre presente en el funcionamiento de la economía, especialmente en lo relativo al grado de rigidez nominal y de persistencia de la inflación. Ello exige que el banco central actúe con rigor y que su política monetaria evite todo intento de ajustar la evolución económica, procurando alcanzar más bien el objetivo a medio plazo de mantener la estabilidad de precios.

En segundo lugar, el banco central adoptará un patrón de respuesta paciente a perturbaciones derivadas de aumentos o reducciones de los costes sólo si está razonablemente seguro de que las expectativas de inflación permanecerán firmemente ancladas ante variaciones a corto plazo de la inflación. Podrían imaginarse fácilmente escenarios en los que los agentes se enteren lentamente y/o gradualmente de la situación macroeconómica, incluida la determinación y oportunidad del banco central en adoptar medidas destinadas a mantener la estabilidad de precios. En estas circunstancias, las perturbaciones transitorias podrían influir en las expectativas de inflación, ya que los agentes tenderían a extrapolar la evolución actual y reciente al futuro, y las rigideces de los precios y salarios podrían empezar a interactuar con el desplazamiento de las expectativas de inflación, con lo que la perturbación inflacionista llegaría a ser muy persistente. En tal caso, un banco central que opere en un entorno en el que existan importantes fricciones nominales debería reaccionar más vigorosamente, para evitar el riesgo de que las perturbaciones actuales y recientes se afiancen en las expectativas de inflación de los agentes<sup>6</sup>.

## 5 ENTORNO MACROECONÓMICO Y POLÍTICA MONETARIA DE LA ZONA DEL EURO

El análisis anterior ha puesto de relieve que, a fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, las medidas de política monetaria han de cali-

brarse cuidadosamente en función del estado y de las perspectivas de la economía, los cuales vienen determinados por la eventual existencia de perturbaciones exógenas y por los canales estructurales de propagación de las mismas. Así pues, para comprender la política monetaria de la zona del euro es necesario analizar las perturbaciones macroeconómicas subyacentes que han afectado a la zona del euro en el pasado reciente y el mecanismo a través del cual estas perturbaciones se han propagado. El grado de rigidez nominal y el anclaje de las expectativas merecen que se les preste especial atención a este respecto.

### PERTURBACIONES MACROECONÓMICAS

La situación macroeconómica de la zona del euro se ha caracterizado, principalmente, por una combinación desfavorable de perturbaciones y, de forma predominante, por una evolución negativa por el lado de la oferta. Más que un fenómeno mundial, esta combinación desfavorable de perturbaciones ha sido un rasgo distintivo de la zona del euro. En los últimos diez años, esta disparidad parece incluso haberse acentuado, pese a la globalización y a una tendencia general hacia una mayor integración económica internacional<sup>7</sup>. Ello es particularmente evidente si se compara la evolución por el lado de la oferta en la zona del euro y en Estados Unidos a lo largo de los ciclos de expansión y recesión observados en los mercados de valores en el citado período.

En la zona del euro, estos ciclos estuvieron acompañados por un constante descenso del crecimiento tendencial de la productividad del trabajo, medido por la tasa de crecimiento de la relación entre el PIB y las horas trabajadas. A su vez, ello afectó negativamente al nivel sostenible del producto po-

6 Véanse A. Orphanides y J. C. Williams (2002), «Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy», en *The Inflation Targeting Debate*, B. Bernanke and M. Woodford (eds.), University of Chicago Press; V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin (2006), «Adaptive learning, persistence and optimal monetary policy», *Journal of the European Economic Association* 4, pp. 376-385.

7 Véase, por ejemplo, J. Stock y M. Watson, «Has the business cycle changed? Evidence and explanations», trabajo presentado en el simposio titulado «Monetary Policy and Uncertainty» del Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 de agosto de 2003.

tencial. Pese a la elevada incertidumbre existente en torno a las mediciones, desde el punto de vista del crecimiento el fuerte descenso de la productividad del trabajo registrado en la zona del euro puede haber sido debido a partes iguales a una reducción de la intensificación del capital (es decir, el capital atribuido a cada trabajador) y a una disminución de la productividad total de los factores (es decir, el grado de eficiencia derivado de la combinación de los factores). En Estados Unidos, sin embargo, la pujanza de las inversiones empresariales que se vieron favorecidas por la apreciación de los mercados de valores —comparable, en tamaño, a la experimentada en la zona del euro— ha sido muy beneficiosa por el lado de la oferta de la economía. La contribución de la intensificación del capital al crecimiento de la productividad del trabajo se duplicó en Estados Unidos en la década de los noventa, para estabilizarse posteriormente (pese a la espectacular caída de las inversiones empresariales que se produjo tras el colapso del mercado en el 2000) en los elevados niveles alcanzados al inicio del nuevo milenio. Desde entonces, la intensificación del capital ha sido sustituida, como principal motor del crecimiento del producto por hora trabajada, por avances sustanciales en la productividad total de los factores<sup>8</sup>.

La evolución divergente por el lado de la oferta en las dos áreas económicas ha tenido consecuencias significativas para los resultados macroeconómicos. En la zona del euro, la desaceleración de la productividad total de los factores ha sido un importante determinante de los modestos resultados económicos y ha reforzado el impacto de las perturbaciones que originaron la recesión observada a comienzos del nuevo milenio y que fueron bastante similares en las dos áreas monetarias. Por el contrario, en Estados Unidos la evolución favorable por el lado de la oferta compensó, en parte, estos efectos negativos.

Las perturbaciones registradas a principios del nuevo milenio —principalmente relacionadas con el pinchazo de la burbuja de los valores de renta variable, con sus implicaciones negativas para las inversiones, y con la debilitada confianza de los consumidores— influyeron en la demanda, por lo que ejercieron presiones a la baja tanto sobre el producto como sobre la inflación. La evolución desfavorable de la producti-

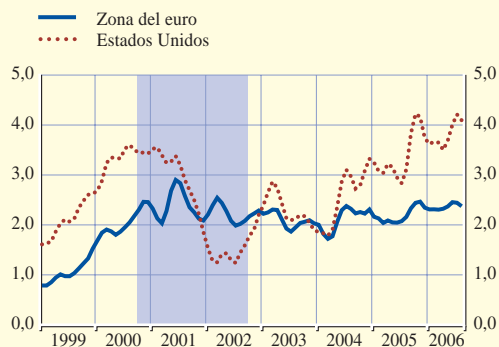
vidad de la zona del euro acentuó la tendencia a la baja de la actividad real, al tiempo que impedía que la inflación disminuyera. Al reducir las perspectivas de crecimiento de las rentas y la rentabilidad prevista del capital, esta evolución hizo descender el gasto en consumo y las inversiones empresariales. Como consecuencia de la evolución negativa de la productividad total de los factores, a las empresas les ha resultado más difícil suavizar la volatilidad de las numerosas perturbaciones que han afectado a los costes no salariales desde 1999. Por este motivo, en la zona del euro ha aumentado la vulnerabilidad de la inflación a perturbaciones imprevistas, (como las subidas que experimentaron los precios del petróleo en el período 1999-2000 y en el 2004), a los aumentos de los precios de los alimentos no elaborados asociados a los brotes de encefalopatía espongiforme bovina y de fiebre aftosa que surgieron en el 2001, y a la elevación de los precios administrados y de los impuestos sobre el tabaco anunciada a finales del 2004. Aunque la inflación puede haberse tornado recientemente más resistente a estas perturbaciones, se elevó durante la recesión que comenzó en el 2001 y se mantuvo alta posteriormente, cuando se hubiera podido esperar que la atonía de la economía redujera las presiones sobre los precios (véase gráfico 3). En cambio, en Estados Unidos la inflación disminuyó notablemente en los primeros años del nuevo milenio, mientras la economía mostraba una creciente atonía.

Esta evidencia conduce a formular dos observaciones. En primer lugar, aunque no puede observarse directamente la plena utilización del factor

8 En promedio, el crecimiento observado de la productividad del trabajo de la zona del euro se situó en el 2,3% anual en la primera mitad de los años noventa, el 1,7% en la segunda mitad de esa década, y el 0,7% en los primeros años del nuevo milenio (2001-2005). La contribución de la intensificación del capital durante los mismos períodos fue del 1%, 0,5% y 0,5%, respectivamente, y la contribución de la productividad total de los factores, del 1,2%, 1,2% y 0,3%, respectivamente. En Estados Unidos, la contribución de la intensificación del capital durante los mismos períodos fue del 0,6%, 1,1% and 1,1%, respectivamente, y la contribución de la productividad total de los factores, del 0,5%, 1% y 1,9%, respectivamente. Véase G. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, «Labour productivity developments in the euro area», ECB Occasional Paper (de próxima publicación). Véanse también el recuadro 9, titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro», en el Boletín Mensual de marzo del 2005, y el recuadro 6, titulado «Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos desde 1995», en el Boletín Mensual de abril del 2006.

**Gráfico 3 Inflación medida por los precios de consumo en la zona del euro y en Estados Unidos**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: BCE y BPI.

Nota: La zona sombreada representa un período de dos años caracterizado por el descenso del índice Standard & Poor's 500.

trabajo o de otros factores de producción y es difícil medir la solidez de la relación entre la utilización de los factores y la inflación, parece que esta relación es bastante débil en la zona del euro. Por consiguiente, una menor utilización de la capacidad productiva no se traduce necesariamente en una inflación más baja y puede originar una fluctuación asincrónica del producto y de los precios. En segundo lugar, el papel más significativo que han desempeñado en la zona del euro las perturbaciones adversas, que pueden considerarse en general como perturbaciones de oferta —resultado confirmado por los análisis comparativos de la economía de la zona del euro y de Estados Unidos sobre la base de modelos estructurales<sup>9</sup>— tiene importantes implicaciones para la política monetaria. Dado que unas perturbaciones de oferta desfavorables tienden a hacer evolucionar la inflación en sentido contrario al ciclo en momentos de débil actividad económica, la combinación de perturbaciones que han afectado a la zona del euro en los últimos años ha generado un entorno macroeconómico particularmente difícil para la política monetaria.

### CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA

Las características estructurales de la economía de la zona del euro, especialmente el grado de rigidez de los mercados de trabajo y de productos y la for-

mación de las expectativas del sector privado, influyen sensiblemente en el mecanismo de transmisión de cualquier perturbación que afecte a la economía.

Los numerosos trabajos realizados recientemente en el marco de la Red de Persistencia de la Inflación —una iniciativa conjunta integrada por expertos del BCE y de los BCN del Eurosistema— han confirmado la opinión generalizada de que el proceso de ajuste de los precios en respuesta a una situación económica cambiante es bastante lento en la zona del euro<sup>10</sup>. Ello es particularmente evidente si se compara este proceso con el observado en Estados Unidos. En la zona del euro, la duración media de los precios de consumo —es decir, el tiempo que tardan los minoristas en ajustar el precio de sus productos— es de 13 meses (véase cuadro). De acuerdo con las encuestas, la duración media de los precios industriales es de 11 meses. En Estados Unidos, estos tiempos son mucho más cortos que en la zona del euro, concretamente, menos de 7 meses para los precios de consumo y algo más de 8 meses para los precios industriales<sup>11</sup>.

9 Los ejercicios comparativos basados en modelos estructurales indican que, en relación con Estados Unidos, la zona del euro está sometida a perturbaciones de demanda de menor magnitud y a perturbaciones de oferta más frecuentes. Véase, por ejemplo, F. Smets y R. Wouters (2005), «Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach», *Journal of Applied Econometrics* 20, n.º 1, pp. 161-183.

10 Véase el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2005.

11 Para la zona del euro, véanse E. Dhyne, L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rümmler y J. Vilmunen (2005), «Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data», ECB Working Paper n.º 524; P. Vermeulen, D. Dias, I. Hernando, R. Sabbatini, P. Sevestre y H. Stahl (2005), «Price setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data and producer surveys»; S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl y A. Stokman (2005), «The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence», ECB Working Paper n.º 535; J. Gali, M. Gertler y D. Lopez-Salido (2001), «European inflation dynamics», *European Economic Review* 45, n.º 7, pp. 1237-1270; J. Gali, M. Gertler y D. Lopez-Salido (2003), «Erratum», *European Economic Review* 47, n.º 4, pp. 759-760. Para Estados Unidos, véanse M. Bils y P. Klenow (2004), «Some evidence on the importance of sticky prices», *Journal of Political Economy* 112, pp. 947-985; A. S. Blinder, E. Canetti, D. E. Lebow y J. B. Rudd (1998), «Asking about prices: a new approach to understanding price stickiness», Russell Sage Foundation.

## Medidas de rigidez de los precios en la zona del euro y en Estados Unidos

Índice	Estadísticas	Zona del euro	Estados Unidos
IPC	Frecuencia <sup>1)</sup>	15,1	24,8
	Duración media ( <i>meses</i> )	13,0	6,7
	Valor mediano de la duración ( <i>meses</i> )	10,6	4,6
IPRI	Frecuencia <sup>1)</sup>	20,0	n.d.
IPRI (datos de encuestas)	Frecuencia <sup>1)</sup>	15,9	20,8
	Duración media ( <i>meses</i> )	10,8	8,3
Nueva curva keynesiana de Phillips	Duración media ( <i>meses</i> )	13,5-19,2	7,2-8,4

Fuentes: IPC: Dhyne et al. (2005), para la zona del euro, y Bils y Klenow (2004), para Estados Unidos. IPRI: Vermeulen et al. (2005). Datos de encuestas: Fabiani et al. (2005), para la zona del euro, y Blinder et al. (1998), para Estados Unidos. Nueva curva keynesiana de Phillips: estimaciones del defactor del PIB, de Gali et al. (2001, 2003), convertidas a partir de las cifras trimestrales originales. Se proporcionan referencias detalladas en la nota 11 de pie de página del artículo.

1) La frecuencia se refiere al porcentaje medio de precios que varían cada mes.

Esta evidencia no elimina la hipótesis de que los precios de la zona del euro sean más rígidos debido a que las propias perturbaciones sean menos fuertes y volátiles, lo que reduce la necesidad de modificar los precios. Sin embargo, estas observaciones y las estimaciones obtenidas de los modelos estructurales, que tienen en cuenta la volatilidad de los determinantes de la inflación, sugieren que la larga duración de los precios de la zona del euro refleja efectivamente un ajuste más lento de los precios y salarios a la información económica relevante.

Otros elementos estructurales que determinan el mecanismo de transmisión de las perturbaciones macroeconómicas están relacionados con la formación de las expectativas del sector privado —en primer lugar, el grado de perspectiva de futuro de los agentes que fijan los precios y salarios— y con las interacciones entre, por un lado, las medidas adoptadas por el banco central y la comunicación de las mismas y, por otro, la manera en que estas medidas son percibidas por el sector privado. Aunque todavía queda mucho por aprender sobre la formación de las expectativas, la evidencia disponible sugiere que la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE ha ofrecido una sólida orientación para las expectativas de inflación de la zona del euro, independientemente del hecho de que la inflación medida por el IAPC de la zona se haya mantenido en un nivel igual o superior al

2% desde finales del 2000. En primer lugar, las medidas de las expectativas de inflación procedentes de las encuestas han permanecido en un nivel ligeramente inferior al 2%, mostrando que la influencia del banco central sobre las expectativas se ha reforzado desde la introducción del euro<sup>12</sup>. En segundo lugar, las medidas de la previsibilidad de las decisiones de política monetaria del BCE muestran que los mercados han entendido correctamente cómo la evolución del estado de la economía se traduce en decisiones de política monetaria orientadas a mantener la estabilidad de precios a medio plazo, de acuerdo con su definición cuantitativa<sup>13</sup>. En tercer lugar, los modelos estructurales macroeconómicos proporcionan alguna evidencia de que, en la formación de sus expectativas, los agentes de la zona del euro se basan en gran medida en el objetivo cuantitativo del banco central<sup>14</sup>. Ello significa que la influencia de la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE sobre la evolución temporal de la inflación puede

12 Se obtienen resultados prácticamente similares con las expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta las primas de riesgo de inflación. Véase el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

13 Véase el artículo titulado «Previsibilidad de la política monetaria del BCE», en el Boletín Mensual de enero del 2006.

14 Véase L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2006) «Shocks, Structures or Policies? A Comparison of the Euro Area and the US», *Journal of Economic Dynamics and Control* (de próxima publicación).

superar la de perturbaciones pasadas. Una perturbación inflacionista se disipa rápidamente en la zona del euro, pese al alto grado de rigidez de los precios, y la inflación tiende a volver a su nivel de largo plazo con bastante celeridad.

Estos resultados ayudan también a explicar por qué, a pesar de la lentitud de los mecanismos de fijación de precios, la persistencia de la inflación de la zona del euro es similar a la observada en otras áreas económicas. El valor medio del intervalo temporal afectado por una perturbación inflacionista es marcadamente inferior a un año<sup>15</sup>, nivel próximo a la cifra obtenida, por ejemplo, para Estados Unidos. Esta similitud es interesante, dadas las grandes diferencias que presentan las prácticas de ajuste de precios de las dos áreas. Ello sugiere que parte de la persistencia del proceso de inflación generado por la lentitud de los precios —que tiende, de por sí, a perpetuar en el futuro las presiones inflacionistas pasadas— puede ser compensada por el hecho de que las expectativas de los agentes se mantengan firmemente ancladas al objetivo del banco central, con lo que se compensa, en parte, la inercia adicional resultante de una estructura económica más rígida.

#### IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

En una situación ideal, para adoptar sus decisiones el banco central necesitaría disponer de observaciones precisas y contemporáneas del estado y de las perspectivas de la economía. Debería tener, especialmente, un conocimiento detallado de las características estructurales de la economía, de las eventuales perturbaciones existentes y de su potencial de desestabilización de las expectativas de inflación. Sin embargo, el banco central sólo dispone de estimaciones muy imprecisas e, incluso a posteriori, distintos métodos de estimación proporcionan resultados distintos. Este estado de elevada incertidumbre sugiere que el banco central debe prestar especial atención a toda la información pertinente, ampliando el análisis de los riesgos para la estabilidad de precios e instrumentando una política monetaria rigurosa, es decir, que brinde resultados satisfactorios, incluso en circunstancias inesperadas y muy desfavorables. Ésta es la esencia de la estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares.

En retrospectiva, se constata la eficacia de la estrategia de política monetaria del BCE firmemente orientada hacia el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. En particular, esta estrategia ha ayudado constantemente al BCE a calibrar cuidadosamente sus medidas de política monetaria en función de las características estructurales de la zona del euro y, lo que es más importante, a anclar las expectativas de inflación a largo plazo.

Para el BCE es esencial, por un lado, mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas y en línea con la definición de estabilidad de precios y, por otro, evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta. En primer lugar, en una economía relativamente rígida, como la zona del euro, puede que desequilibrios transitorios entre la demanda y la oferta potencial se trasladen lentamente a la inflación. Pero, cuando ello ocurra, serán más costosos de corregir en términos de perturbación macroeconómica. Así pues, la política monetaria ha de estar constantemente «alerta» ante cualquier amenaza para las perspectivas de estabilidad de precios, a fin de no acabar respondiendo tardíamente y, por tanto, con menos probabilidades de éxito, a tendencias que ya llevaban tiempo manifestándose. En segundo lugar, la expectativa de que la inflación no se soltará de su ancla ofrece cierta flexibilidad a corto plazo para responder a las perturbaciones económicas, con objeto de garantizar una situación macroeconómica más equilibrada a largo plazo. Sin embargo, esta flexibilidad sólo puede durar mientras que el anclaje de las expectativas de inflación no sea puesto en peligro.

Sin duda, el BCE no hubiera rebajado los tipos de interés oficiales nominales y reales hasta los niveles tan reducidos alcanzados en el primer semestre del 2003 —pese a que la inflación medida por el IAPC se mantuvo en un nivel igual o superior al 2% durante más de dos años— y no los hubiera mantenido en esos niveles si no hubiera recibido sólidas señales de que las expectativas estaban firmemente ancladas y de que las perturbaciones inflacionistas se estaban reabsorbiendo rápidamente.

15 Véase F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area», ECB Occasional Paper n.º 46, junio del 2006.



te. Durante la mayor parte de este período, las expectativas de inflación permanecieron efectivamente en línea con la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE sin que se adoptaran medidas explícitas de política monetaria. En los momentos en que las expectativas dieran señales de «sobre-reacción» (por ejemplo, ante la aceleración de los precios del petróleo), el hecho de que el BCE volviese a insistir en que mantenía una actitud vigilante y decidida ante el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, y que permanecía permanentemente «alerta», permitió responder eficazmente a esta situación.

A la vista de las desfavorables perturbaciones de oferta que afectaron a la zona del euro y del entendimiento de que un banco central que opera en una economía relativamente rígida es capaz de responder a la situación macroeconómica ajustando su instrumento de política monetaria de una forma más moderada que en una economía más flexible, el estímulo de la política monetaria proporcionado por el BCE en los primeros años del nuevo milenio ha sido considerable.

Desde diciembre del 2005, el BCE está instrumentando una política monetaria menos acomodaticia, a fin de evitar que se materialicen los riesgos alcistas para la estabilidad de precios detectados tanto en el análisis económico como en el monetario.

Este proceso se ha guiado, y sigue guiándose, por el principio básico de la estrategia de política monetaria del BCE de que la mejor manera en que un banco central puede contribuir a promover las perspectivas de crecimiento y el nivel de vida a medio y largo plazo es manteniendo la estabilidad de precios y una moneda estable y segura.

## 6 CONCLUSIONES

Desde la introducción de la moneda única, la política monetaria ha impedido variaciones desordenadas de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro. Por otro lado, ha logrado un nivel de previsibilidad comparable al de otros grandes bancos centrales. Ello no hubiera sido posible sin una política monetaria creíble, ca-

racterizada por la persistencia y regularidad de los tipos de interés, y sin la comprensión de la lógica de la política monetaria por parte de los mercados financieros y del público en general. En este contexto, se ha desarrollado, sin embargo, un debate sobre la instrumentación de la política monetaria del BCE, cuestionándose si la institución ha sido suficientemente «activa».

En este artículo se argumenta que no puede realizarse una valoración significativa del «activismo» en abstracto, sino que han de tenerse en cuenta la determinación y oportunidad con las que un banco central intenta cumplir su objetivo estatutario de política monetaria en las circunstancias específicas del entorno macroeconómico en el que opera. A este respecto, las valoraciones basadas exclusivamente en la frecuencia y la amplitud de las decisiones de política monetaria a lo largo de un determinado período de tiempo pueden ser altamente engañosas. El grado adecuado de «activismo» de un banco central depende del ajuste a las perturbaciones exteriores requerido por el objetivo que le ha sido asignado. El correspondiente patrón de política monetaria depende de las características estructurales de la economía y de la secuencia, la naturaleza y la magnitud de las perturbaciones a las que el banco central ha de responder.

El patrón de tipos de interés oficiales observado en la zona del euro, en comparación con el de otros bancos centrales, no es consecuencia de una falta de compromiso por parte del BCE ante el cumplimiento de su objetivo, sino que ha de entenderse en el marco de unas expectativas de inflación a largo plazo estables, las cuales son, a su vez, consecuencia (y causa también) de la credibilidad de la política monetaria, de una combinación desfavorable de perturbaciones que han afectado a la zona del euro (especialmente por el lado de la oferta) y de un alto grado de rigidez nominal de la economía.

Así pues, el firme propósito del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y de servir de ancla para las expectativas de inflación a largo plazo ha creado un entorno más favorable para el crecimiento del producto y la creación de empleo en la zona del euro.

De cara al futuro, la zona del euro ha de hacer frente al reto de acelerar las reformas estructurales necesarias para incrementar la competencia y la flexibilidad en los mercados de trabajo y de productos, fomentando así el crecimiento de la productividad y propiciando mejoras por el lado de la oferta. Estas reformas no sólo prepararían el terreno para un vigoroso crecimiento de la actividad económica, sino que mejorarían también el entorno macroeconómico en el que debe desarrollarse la política económica.



# DESARROLLO DEL SECTOR FINANCIERO EN EUROPA CENTRAL, ORIENTAL Y SUDORIENTAL



*En varios países de Europa central, oriental y sudoriental, el sector financiero ha experimentado un rápido crecimiento en los últimos años, que ha incluido una rápida expansión del crédito al sector privado. En el presente artículo se examinan los principales factores determinantes del desarrollo financiero de la región, incluidos el proceso de transición de una economía de planificación central a un sistema de mercado, las políticas macroeconómicas y del sector financiero y la evolución cíclica de las diferentes economías. A continuación, se resumen las principales características de los respectivos sectores financieros, se examinan los patrones de crecimiento del crédito bancario interno más recientes y se analizan las repercusiones para la estabilidad macroeconómica y financiera. Estas últimas podrían revestir considerable importancia, dado el nivel creciente de integración financiera entre la zona del euro y los países de Europa central, oriental y sudoriental. El desarrollo financiero y el crecimiento del crédito en la región exigen mantener un atento seguimiento. Al mismo tiempo, es de esperar que el desarrollo de los sistemas financieros fomente inversiones más productivas y crecimiento económico en la región.*

## I INTRODUCCIÓN

El desarrollo financiero en Europa central, oriental y sudoriental ha avanzado a un ritmo rápido en los últimos años, impulsado por los profundos cambios registrados en la estructura de la propiedad y en las operaciones de préstamo del sector bancario, por las políticas macroeconómicas y del sector financiero y por factores cíclicos<sup>1</sup>. Como resultado de este desarrollo las empresas y los consumidores han podido acceder, cada vez más, a una amplia gama de productos, especialmente en el ámbito de los créditos para consumo e hipotecarios. Los bancos extranjeros continúan aumentando su presencia en la región, y se están instalando por primera vez instituciones financieras no bancarias como fondos de inversión y fondos de pensiones. En gran medida, todos estos cambios son el resultado de los avances logrados en la transición de unas economías de planificación centralizada a unos sistemas de mercado en la región. En el caso de Turquía, el único país de la región que no pertenece al grupo de economías en transición, el sector financiero ha experimentado también una enorme transformación tras la crisis de los años 2000-2001 y las consiguientes medidas adoptadas para reestructurar dicho sector.

Como se analizará más adelante, desde la década de los noventa y en paralelo con los progresos generales logrados en la transformación de sus estructuras económicas, en los países de esta región se han producido cambios sustanciales en la estructura de sus mercados financieros y en las instituciones responsables de la regulación y la supervisión. Los principales factores determinantes de estos cambios se analizan con más detalle en la sección 2. En la sección 3 se ofrece una instantánea de la situación del desarrollo

financiero de la región. En la sección 4 se examina más de cerca la evolución de los sectores financieros de la región a lo largo del tiempo, en particular, en lo que respecta al crecimiento del crédito al sector privado. En la sección 5 se sitúa el análisis en su contexto analizando las repercusiones del desarrollo financiero en la estabilidad macroeconómica y financiera. Las conclusiones se presentan en la sección 6.

## 2 PRINCIPALES FACTORES DETERMINANTES DEL DESARROLLO FINANCIERO DE LA REGIÓN

Los sectores financieros de la región se han visto influenciados por una combinación de factores estructurales, relacionados principalmente con la transición de una economía de planificación centralizada a un sistema de mercado, por las políticas macroeconómicas y del sector financiero y por la evolución cíclica. En la medida en que el impacto de todos estos factores se ha solapado en parte, es necesario considerarlos conjuntamente al evaluar el desarrollo financiero de la región.

<sup>1</sup> A los efectos del presente artículo, la región de Europa central, oriental y sudoriental comprende los siguientes países: las antiguas economías de planificación centralizada que se incorporaron a la Unión Europea en el año 2004, es decir, la República Checa (CZ), Estonia (EE), Letonia (LV), Lituania (LT), Hungría (HU), Polonia (PL), Eslovaquia (SK) y Eslovenia (SI); los Estados adherentes, es decir, Bulgaria (BG) y Rumania (RO); los países reconocidos formalmente por el Consejo Europeo como candidatos a la adhesión a la UE, a saber, Croacia (HR), la Antigua República Yugoslava de Macedonia (MK) y Turquía (TR); y los países que son candidatos potenciales a la UE, es decir, Albania (AL), Bosnia y Herzegovina (BA) y Serbia y Montenegro (CS). Montenegro fue reconocido como Estado soberano por la Unión Europea en junio del 2006. Malta y Chipre no se incluyen porque no han experimentado el mismo fenómeno; sus mercados financieros están más desarrollados y registran ratios de crédito con respecto al PIB próximos a los de la zona del euro y un crecimiento del crédito más moderado.

Con la excepción de Turquía, el desarrollo financiero de la región ha atravesado varias etapas en los últimos años. En la primera fase de la transición, fue necesario reestructurar por completo el sector financiero, ya que había que reestructurar los bancos de propiedad estatal y poner fin al sistema de crédito dirigido. A estas primeras medidas siguió, en algunos casos, la rápida privatización del sector bancario y la expansión de los mercados financieros, creados a menudo de la nada. Sin embargo, en la mayoría de los casos, el entorno institucional y jurídico era inadecuado, lo que dio lugar a créditos entre empresas relacionadas y a la creación de los llamados «bancos de bolsillo» que, con frecuencia, actuaban como agentes de una sola empresa o conglomerado de empresas. Un sistema bancario tan inmaduro adolecía, a menudo, de una reglamentación inadecuada, de malas prácticas y de la falta de experiencia de los agentes participantes<sup>2</sup>. Como resultado de todos estos factores, en los primeros años de la transición se produjeron varios episodios de auge del crédito. Debido a la baja calidad de esos créditos, a los períodos de expansión siguieron, con frecuencia, períodos de contracción crediticia. Como consecuencia, varios países de la región sufrieron crisis bancarias sin paliativos en la década de los años noventa.

Más recientemente, la entrada de bancos extranjeros, principalmente de la UE, ha sido el factor estructural más destacado en cuanto a la configuración del desarrollo del sector financiero en la región y ha dado lugar a un notable incremento de la oferta de crédito y de la gama de productos financieros disponibles en estas economías, como consecuencia de la importación de capital, reputación, conocimiento y experiencia. Si bien la internacionalización del sector financiero de la región, es decir, su integración con los mercados financieros de la UE, ha facilitado el acceso a la financiación exterior, principalmente de los bancos matrices, el aumento de la confianza en el sector bancario interno se ha traducido en una mayor movilización de depósitos a nivel nacional. Además, las favorables perspectivas respecto al ingreso también han incrementado la demanda de crédito, por parte tanto de las empresas como de los hogares. Por último, se ha intensificado la competencia en el sector bancario en la medida en que los bancos extranjeros han tratado de participar en mercados que ofrecen un

rendimiento más alto por los valores de renta variable que sus países de origen. Como consecuencia, se han consolidado los sectores bancarios en varios países de la región.

La mejora del sistema jurídico ha sido otro factor estructural importante para estimular el desarrollo financiero. Al respecto, ha sido esencial la adopción de normas y reglamentos en consonancia con el marco de supervisión de la UE.

Además de los factores que afectan a la oferta y la demanda de crédito antes descritos, varios factores relacionados con las políticas económicas han configurado la dinámica del crédito en la región. Se trata, básicamente, de factores relacionados con las políticas del sector financiero, es decir, el enfoque adoptado por las autoridades respecto a la desregulación, privatización y liberalización de dicho sector. Asimismo, las políticas macroeconómicas también han jugado un papel relevante. Tanto la política monetaria, que tiene un impacto directo en el desarrollo financiero al modificar el coste del endeudamiento a través de las variaciones de los tipos de interés oficiales o de las exigencias de reservas, como la política cambiaria podrían haber tenido sus efectos. Por ejemplo, se ha observado que los países que mantienen regímenes de tipo de cambio menos flexibles han experimentado, en general, un crecimiento más rápido del crédito. Como este fenómeno se ha asociado, a menudo, a una mayor proporción de créditos en moneda extranjera, la percepción de que el riesgo cambiario es menor en países con un régimen de tipo de cambio fijo, o incluso con sistemas de *currency board*, podría haber sido un factor de estímulo. En varios países de la región, la política fiscal también ha influido en el desarrollo financiero, en la mayoría

2 Véase un análisis de estos temas en la literatura académica en E. Berglöf y P. Bolton (2002), «The great divide and beyond: Financial architecture in transition», *Journal of Economic Perspectives* 16 (1), pp. 77-100. Para el lector interesado se recomiendan también las siguientes publicaciones del BCE sobre los sectores bancario y financiero de algunos de los países de la región estudiados en el presente artículo: «Banking structures in the new EU Member States» (enero 2005), «EU Banking Structures» (octubre 2006) y «EU Banking Sector Stability» (noviembre 2006). Véase, además, el Occasional Paper n.º 48, del BCE, elaborado por by the International Relations Committee Task Force on Enlargement, titulado «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries» (julio 2006).

de los casos de forma directa a través de las medidas relacionadas con el mercado de la vivienda, como la desgravación fiscal de los reembolsos de los préstamos hipotecarios y las subvenciones a estos préstamos. Además, la privatización y las medidas de consolidación de las finanzas públicas adoptadas en varios países han creado margen de maniobra para una mayor expansión del crédito<sup>3</sup>.

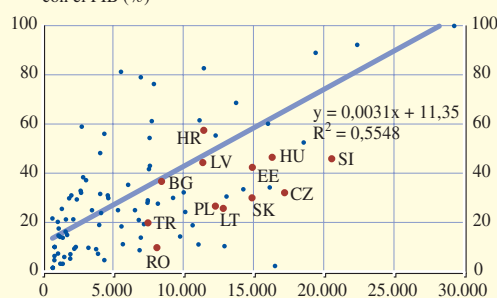
Por último, los factores cíclicos han sido un determinante importante del desarrollo financiero en los últimos años, ya que la mayoría de los países de la región han experimentado un fuerte crecimiento del PIB real. La demanda de crédito se ha visto estimulada, además, por el descenso de los costes de la financiación y los bajos tipos de interés vigentes en los mercados financieros mundiales, así como por el aumento de los precios de los activos (especialmente la vivienda) en un entorno de holgada liquidez mundial. Estos efectos cíclicos se han visto amplificados por factores relacionados con el proceso de transición, como la aparición de nuevas empresas con una fuerte demanda de crédito y la incorporación de los hogares a los mercados de crédito al consumo y préstamos hipotecarios, como consecuencia de los niveles de renta actuales y esperados. El predominio de la propiedad extranjera en los respectivos sectores bancarios supone, asimismo, que, aparte de consideraciones de orden interno, la posición cíclica de los países de origen, así como la situación financiera del banco matriz son importantes para el desarrollo financiero. En general, cabría esperar que las filiales de los bancos extranjeros en los países de la región flexibilicen las condiciones de los préstamos cuando la situación económica en los países de origen de dichos bancos sea más desfavorable, mientras que la exposición al riesgo en los mercados de los países de acogida se reduzca en caso de que aumente la fragilidad financiera de los respectivos bancos matrices<sup>4</sup>.

Además de los mecanismos antes analizados, que aumentan la demanda y la oferta de crédito, hay que tener en cuenta un efecto natural de convergencia, ya que estos países han experimentado un proceso de profundización financiera partiendo de niveles relativamente bajos de su ratio de crédito al sector privado respecto al PIB y de desarro-

**Gráfico 1** Ratio de crédito bancario interno al sector privado en relación con el PIB y PIB per cápita (2004)

(118 países)

Eje de abscisas: PIB per cápita (dólares de EE.UU. en PPA)  
Eje de ordenadas: Crédito al sector privado en relación con el PIB (%)



Fuente: FMI.

Nota: Los puntos rojos corresponden a los países de Europa central, oriental y sudoriental para los que se dispone de datos.

llo económico (PIB per cápita). Por este motivo, como sugiere la literatura sobre el nexo entre crecimiento y desarrollo financiero, la expansión crediticia acompañará a la expansión económica en la medida en que se produzca una convergencia entre estos países y otras economías más desarrolladas. En la sección siguiente se ofrecen más detalles a este respecto.

### 3 SITUACIÓN DEL DESARROLLO FINANCIERO EN LA REGIÓN

La mayoría de los países de la región todavía presentan niveles más bajos de desarrollo financiero en comparación no sólo con las economías desarrolladas, sino también con países con un nivel similar de renta per cápita. Como puede observarse en el gráfico 1, con la excepción de Croacia, todos los países de la región (para los que se dispone de datos) se situaban

3 Véase P. Backé y T. Zumer (2005), «Developments in credit to the private sector in central and eastern European EU Member States: Emerging from financial repression – a comparative overview», Focus on European Economic Integration, 2/05, Oesterreichische Nationalbank, octubre.

4 R. de Haas e I. Naaborg (2005), «Internal Capital Markets in Multi-national Banks: Implications for European Transition Countries», De Nederlandsche Bank Working Paper n.º 51, y R. De Haas e I. van Lelyveld (2005), «Internal Capital Markets and Lending by Multi-national Bank Subsidiaries», De Nederlandsche Bank Working Paper n.º 101.

**Cuadro 1 Activos en poder de los bancos y de las instituciones financieras no bancarias de Europa central, oriental y sudoriental (2005)**

	Activos totales (mm de euros)	Proporción de activos totales en el PIB (%)	Proporción de activos bancarios en los activos totales (%)
<b>Países de la UE</b>			
República Checa	119,3	121,2	88,0
Estonia	13,2	125,5	89,5
Letonia	16,0	125,1	97,3
Lituania	13,9	67,3	94,6
Hungría	96,1	109,4	77,7
Polonia	212,9	87,5	71,4
Eslovenia	35,7	130,5	84,2
Eslovaquia	43,3	113,5	84,1
<b>Países adherentes</b>			
Bulgaria	19,6	91,3	85,8
Rumanía	42,1	53,2	84,1
<b>Países candidatos</b>			
Croacia	44,5	144,0	81,0
Antigua República Yugoslava de Macedonia	2,5	62,5	92,0
Turquía	294,9	102,7	86,8
<b>Posibles países candidatos</b>			
Albania	4,2	62,3	78,6
Bosnia y Herzegovina	7,5	98,4	81,3
Serbia	10,5	57,9	88,6
<b>Pro memoria</b>			
Zona del euro	28.550,7	371,0	71,5

Fuentes: BCE (datos del sector bancario de los países de la UE), BERD, FMI y fuentes nacionales.  
Notas: Datos sin armonizar para los países no pertenecientes a la UE.

por debajo de una línea de regresión ajustada por la correlación entre la ratio de crédito bancario al sector privado con respecto al PIB y la renta per cápita en 118 países para los que se disponía de datos. Este nivel relativamente bajo de intermediación financiera en relación con la renta per cápita es un reflejo de la turbulencia que, a menudo, ha acompañado a las primeras etapas de la transición que se describe en la introducción. Como resultado, los sectores bancarios de la región no sólo eran pequeños, sino que además presentaban una estructura de activos en la que el crédito al sector privado no tenía una ponderación elevada.

Otra característica destacada de los sectores financieros de la región es que siguen basándose principalmente en las entidades bancarias. Si bien las instituciones financieras no bancarias han venido creciendo en varios países, sólo representan todavía un porcentaje relativamente pequeño de los activos financieros totales, como se indica en el cuadro 1.

Los avances logrados en el proceso de transición difieren, no obstante, entre los diferentes países de

la región. Una forma de calibrar esos avances es examinar el indicador de reforma del sector bancario que compila periódicamente el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) y que figura, entre otros indicadores seleccionados del sector bancario, en el cuadro 2. El indicador de transición del BERD toma valores entre 1 y 4,3, con un valor de 1 si se han producido escasos avances en la reforma del sector bancario, mientras que dicho valor es 4,3 si se ha producido la plena convergencia de la legislación y la regulación bancaria con las normas establecidas por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) y se dispone de una gama completa de servicios bancarios. En lo que se refiere a los países de la región, el indicador del BERD sugiere que la reforma del sector bancario casi se ha completado en los países que se han incorporado a la UE, así como en Bulgaria y Croacia.

No obstante, en otros países de la región es necesario seguir avanzando para concluir el proceso de transición. En Turquía, país para el no se dispone del indicador del BERD, el proceso de reestructuración

**Cuadro 2 Algunos indicadores del sector bancario para los países de Europa central, oriental y sudoriental (2005)**

	Número de entidades de crédito <sup>1)</sup>	Sucursales por cada 100.000 habitantes	Bancos de propiedad estatal <sup>2)</sup> (% de los activos totales del sector bancario)	Bancos de propiedad extranjera <sup>3)</sup> (% de los activos totales del sector bancario)	Cinco entidades de crédito más grandes (% de los activos totales del sector bancario) <sup>4)</sup>	Rendimiento de los activos	Rendimiento de la renta variable (%)	Indicador de reforma del sector bancario del BERD <sup>6)</sup>
<b>Países de la UE</b>								
República Checa	56	18	3	96	65	1,3	17,7	4,0
Estonia	11	17	0	99	98	2,6	8,6	4,0
Letonia	23	25	4	48	67	1,9	27,2	3,7
Lituania	78	24	0	92	81	0,8	12,3	3,7
Hungría	215	31	7	63	53	2,7	35,4	4,0
Polonia	739	13	19	67	49	1,4	18,7	3,7
Eslovenia	25	35	13	19	63	0,8	16,2	3,3
Eslovaquia	23	21	1	93	68	1,4	9,5	3,7
<b>Países adherentes</b>								
Bulgaria	34	9	2	80	51	2,0	21,6	3,7
Rumanía	33	14	6	62	60	1,7	12,9	3,0
<b>Países candidatos</b>								
Croacia	34	24	3	91	74	1,7	15,6	4,0
Antigua República Yugoslava de Macedonia	20	14	2	53	68	1,3	8,1	2,7
Turquía	47	9	35	6	63	1,1	8,6	n.d.
<b>Posibles países candidatos</b>								
Albania	16	3	3	94	83	1,3	21,1	2,7
Bosnia y Herzegovina	33	18 <sup>5)</sup>	4	81	64	0,7	6,4	2,7
Serbia	40	4	24	66	50	0,9	5,8	2,7
<b>Pro memoria</b>								
Zona del euro	6.403	54	n.d.	16	41	0,5	13,9	n.d.

Fuentes: BCE (datos del sector bancario de los países de la UE), BERD, FMI y fuentes nacionales.

Notas: Datos sin armonizar para los países no pertenecientes a la UE.

1) Bancos de los países no pertenecientes a la UE.

2) Datos del BERD correspondientes al año 2004.

3) Datos del BCE, «EU Banking Sector Stability» correspondientes al año 2004.

4) Cuatro bancos más grandes en el caso de Croacia y tres bancos más grandes en el de la Antigua República Yugoslava de Macedonia.

5) Federación de Bosnia y Herzegovina solamente.

6) El indicador varía de 1 a 4,3, representando esta última puntuación la plena convergencia de las leyes y la regulación bancarias con las normas del BPI y la disponibilidad de una gama completa de servicios bancarios.

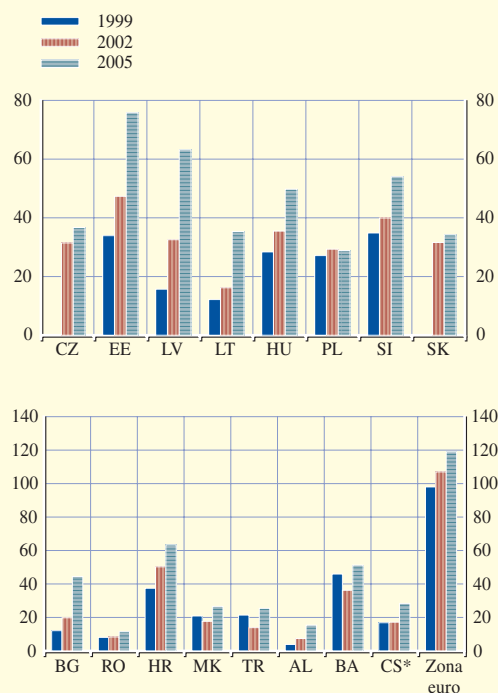
bancaria se puso en marcha con el respaldo del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial después de la crisis bancaria del año 2001.

Con la excepción de Turquía, la privatización de los bancos de propiedad estatal se ha llevado prácticamente a término. De los nuevos Estados miembros de la UE, sólo en Polonia y Eslovenia los bancos estatales representan todavía más del 10% de los activos bancarios totales, según los datos más recientes compilados por el BERD. Los países de la región que no pertenecen a la UE también han avanzado en la privatización. De todos ellos, Serbia es el único país en el que los bancos estatales concentran todavía más del 10% de los activos totales del sector bancario.

En muchos casos, la privatización ha venido acompañada de una mayor participación de los bancos extranjeros en la región. Las filiales o las sucursales de los bancos extranjeros concentran más del 90% de los activos del sector bancario en la República Checa, Estonia, Lituania, Eslovaquia, Croacia y Albania, mientras que en Bulgaria y Bosnia y Herzegovina, la cifra se sitúa por encima del 80%. Además, se estima que la reciente venta a un comprador extranjero de un gran banco de Rumania —anunciada a finales del 2005, pero que no se llevó a término hasta agosto del 2006— ha elevado la participación de los bancos extranjeros en los activos de ese país hasta casi el 90%. En Turquía, el volumen de activos en poder de bancos extranjeros sigue siendo relativamente limitado. No obstante, últimamente la banca



**Gráfico 2 Crédito al sector privado como porcentaje del PIB**



Fuente: BCE para los países de la UE y la zona del euro; FMI (para los países no pertenecientes a la UE, excepto Serbia, en cuyo caso se utilizan las fuentes nacionales).

Notas: El asterisco (\*) denota a Serbia. Los datos correspondientes a los países no pertenecientes a la UE se refieren a los activos frente al sector privado que figuran en el panorama monetario de las estadísticas de las finanzas públicas (IFS).

extranjera se ha hecho con la participación mayoritaria en algunos bancos turcos.

Si bien los sistemas bancarios de los países de la región tienen varias características comunes, también presentan algunos rasgos diferenciados. El grado de concentración, medido por el porcentaje de los activos en poder de los cinco bancos más grandes varía notablemente de unos países a otros. Esa variación se debe, en parte, a diferencias en el tamaño de los mercados bancarios. Así pues, el grado de concentración tiende a ser mayor en algunos de los países cuyo sector bancario es más reducido, como Estonia, Lituania, Albania y la Antigua República Yugoslava de Macedonia. Entre los países de la región ya integrados en la UE, sólo la República Checa, Hungría y Polonia cuentan con sectores bancarios con activos superiores a los 50 mm de euros. Por lo que respecta a los países

no pertenecientes a la UE, Turquía, que es con creces el mercado bancario más grande de la región, es el único país cuyo sector bancario supera esa cifra.

La gran variación en cuanto al grado de desarrollo de la intermediación financiera, como se indica en el gráfico 1, contribuye también a explicar las diferencias en términos de red de sucursales que se observan en la región. Con la excepción de Croacia, los países candidatos y posibles candidatos a la adhesión tienen menos sucursales bancarias por cada 100.000 habitantes y menos volumen de activos por empleado de banca que los países de la región integrados en la UE.

Todas estas características específicas de cada país deben tenerse también en cuenta al interpretar los datos sobre rentabilidad. Por ejemplo, cierta evidencia empírica apunta a la existencia de una relación positiva entre la propiedad extranjera de los bancos y la rentabilidad, por lo menos en el caso de los nuevos Estados miembros de la UE. Además, la interacción entre la concentración y los márgenes de tipos de interés es compleja y existe cierta evidencia —también, al menos, en el caso de los países pertenecientes a la UE— de que los márgenes se sitúan en los niveles más bajos en los mercados que presentan un alto grado de concentración<sup>5</sup>. A medida que el sector bancario se desarrolla, se produce la consolidación y, por consiguiente, aumenta la concentración. Al mismo tiempo, los elevados márgenes observados durante la primera etapa de la transición, más volátil, se reducen hasta niveles más próximos a los que registran los sectores bancarios más desarrollados.

#### 4 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO INTERNO AL SECTOR PRIVADO EN LA REGIÓN

El proceso de transición ha entrañado una serie de etapas diferentes en la evolución de los sectores financieros de la región. Sin embargo, no todos los países incluidos en el estudio han atravesado todas y cada una de estas etapas o lo han hecho al mismo ritmo<sup>6</sup>.

5 Véase un análisis de estos temas respecto a la relación entre propiedad, concentración y rentabilidad en BCE, «Banking structures in the new EU Member States» (enero 2005).

6 Véase C. Cottarelli, G. Dell'Ariceia y I. Vladkova-Hollar (2005), «Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans», *Journal of Banking and Finance*, 29 (1), pp. 83-104.

Cuadro 3 Crecimiento real del crédito bancario<sup>1)</sup>

[tasas de variación interanual (salvo indicación en contrario); crecimiento nominal ajustado por la inflación de precios de consumo]

	Pro memoria	Al sector privado			Pro memoria	A los hogares			
	Crédito al sector privado en el 2003 (% del PIB)	2003	2004	2005	Crédito al sector hogares en el 2003 (% del PIB) <sup>3)</sup>	2003	2004	2005	
<b>Países de la UE</b>									
República Checa	32	-2	9	23	9	28	38	37	
Estonia	55	24	24	30	15	46	48	62	
Letonia	40	23	30	38	11	56	59	77	
Lituania	23	45	54	37	8	n.d.	n.d.	83	
Hungría	43	13	19	14	12	37	29	17	
Polonia	30	-9	0	16	12	-4	24	24	
Eslovenia	43	1	15	19	13	n.d.	n.d.	28	
Eslovaquia	32	5	10	19	10	n.d.	n.d.	41	
<b>Países adherentes</b>									
Bulgaria	28	40	43	25	7	78	51	40	
Rumanía	14	118	15	72	4	215	45	66	
<b>Países candidatos</b>									
Croacia	71	13	11	16	40	26	16	17	
Antigua República Yugoslava de Macedonia	18	13	8	20	4	58	63	41	
Turquía	15	29	43	33	10 <sup>2)</sup>	56	87	56	
<b>Posibles países candidatos</b>									
Albania	7	28	34	70	2	69	70	75	
Bosnia y Herzegovina	31	31	32	28	16	34	33	28	
Serbia	16	9	47	50	3	74	118	85	
<b>Pro memoria</b>									
Zona del euro	109	3	4	6	47	4	6	8	

Fuentes: BCE (datos del sector bancario de los países de la UE), FMI y fuentes nacionales (para los países no pertenecientes a la UE).

Notas: Datos sin armonizar para los países no pertenecientes a la UE.

1) Para los países de la zona del euro y de la UE, el cuadro 3 muestra el crédito (es decir, préstamos más valores) al sector privado y los préstamos a los hogares concedidos por las instituciones financieras monetarias. Para los países no pertenecientes a la UE, el cuadro muestra el crédito al sector privado y el crédito a los hogares concedido por las entidades de crédito, excluidas las instituciones financieras no bancarias, en cuyo caso la disponibilidad de datos es limitada.

2) Corresponde al total de pasivos de los hogares como porcentaje del PIB en el año 2005.

3) Datos correspondientes al año 2004 para Lituania, Eslovenia y Eslovaquia.

Además, no todos los países se han enfrentado de la misma manera a la herencia de las primeras etapas de la transición, en las que muchos de los préstamos que se concedieron eran de baja calidad. Todo esto significa que las comparaciones entre países son, por naturaleza, difíciles y que cualquier análisis de la evolución reciente vendrá determinado, necesariamente, por la elección del período inicial de observación.

No obstante, en los tres o cuatro últimos años se ha producido, en general, una rápida aceleración del proceso de profundización financiera, en particular con respecto al crédito bancario al sector privado. Desde el año 2002 hasta el 2005 la proporción de préstamos del sector privado en relación con el PIB aumentó 25 puntos porcentuales o más en Estonia, Letonia y Bulgaria, y

más de 10 puntos porcentuales en Lituania, Hungría, Eslovenia, Bosnia y Herzegovina, Croacia, Serbia y Turquía (véase gráfico 2).

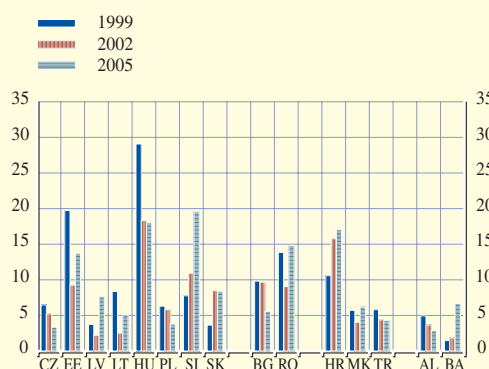
En el cuadro 3 se presenta una panorámica más detallada de la evolución del crédito bancario al sector privado, ajustada por la inflación, durante los tres últimos años. También se presentan tasas de crecimiento comparables para el crédito a los hogares, un componente del crédito al sector privado que ha experimentado un crecimiento particularmente rápido, proporcionando así nueva evidencia sobre los principales factores determinantes del crecimiento del crédito en la región.

En términos reales, el crédito al sector privado ha crecido, en los tres últimos años, a tasas de dos



**Gráfico 3 Activos internacionales de los bancos de la zona del euro frente a los sectores bancarios de los países de Europa central, oriental y sudoriental**

(porcentaje de los pasivos totales del sector bancario de cada país)



Fuentes: BPI, FMI y cálculos del BCE.  
Nota: No se dispone de datos para Serbia y Montenegro.

dígitos en la mayoría de los países de la región. Hasta cierto punto, este crecimiento podría ser el resultado de efectos de base, ya que en muchos países el nivel inicial de partida del crédito al sector privado era muy bajo o experimentó una contracción tras una situación de crisis, como en el caso de Turquía. Así pues, no es sorprendente que el crecimiento haya sido especialmente rápido en algunos de los países con sectores financieros menos desarrollados, como Albania o Serbia. Con similar cautela habría que actuar al examinar el crecimiento del crédito a los hogares, que se presenta en las tres últimas columnas del cuadro 3.

Al mismo tiempo, el crecimiento real del crédito también ha sido rápido en países en los que los niveles de partida de la intermediación financiera eran relativamente elevados. Por ejemplo, en Croacia, el

**Cuadro 4 Préstamos bancarios internos al sector privado: detalle por prestatarios, monedas y plazos de vencimiento**

(a finales del 2005)

	Préstamos bancarios internos al sector privado <sup>1)</sup> (% del PIB)	Detalle de los préstamos bancarios internos al sector privado por prestatarios			Préstamos en moneda extranjera (% del total de préstamos a hogares y SNF)	Préstamos a corto plazo (% del total de préstamos a hogares y SNF)
		Sociedades no financieras (SNF)	Hogares	Otras instituciones financieras		
<b>Países de la UE</b>						
República Checa	37	51	40	9	10	26
Estonia	72	42	41	17	79	9
Letonia	69	49	40	11	70	13
Lituania	41	55	32	13	65	16
Hungría	49	52	35	13	46	25
Polonia	29	44	51	4	26	28
Eslovenia	56	67	28	5	56	29
Eslovaquia	35	54	36	11	23	30
<b>Países adherentes</b>						
Bulgaria	45	50	29	21	47	23
Rumanía	12	62	32	6	58	36
<b>Países candidatos</b>						
Croacia	62	40	57	3	76 <sup>2)</sup>	20
Antigua República Yugoslava de Macedonia	27	63	29	8	25	45
Turquía	28	n.d.	n.d.	0	31	50
<b>Posibles países candidatos</b>						
Albania	15	68	32	1	74	28
Bosnia y Herzegovina	47	48	51	1	69 <sup>2)</sup>	24
Serbia	28	69	30	0	14	45
<b>Pro memoria</b>						
Zona del euro	104	41	51	8	3	18

Fuentes: BCE (para los países de la zona del euro y de la UE), FMI y fuentes nacionales (para los países no pertenecientes a la UE).

Notas: Datos sin armonizar para los países no pertenecientes a la UE.

1) Corresponde a los préstamos a sociedades no financieras privadas, hogares, otras instituciones financieras e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). Excluye los préstamos a las Administraciones Públicas o a empresas públicas.

2) Incluidos los préstamos en moneda nacional, cuyos pagos de interés y reembolsos de principal están indicados con una moneda extranjera.

crédito al sector privado registró tasas de crecimiento próximas al 30%, en términos reales, en el año 2003, lo que obligó a las autoridades a adoptar una serie de medidas para frenar esta tendencia.

En muchos países, la estructura de activos del sector bancario todavía presenta un componente importante de tenencias de valores tales como letras del Tesoro y otros activos líquidos. A este respecto, el rápido crecimiento del crédito al sector privado refleja, en parte, un acercamiento a modalidades de préstamo más tradicionales por parte del sector bancario. No obstante, en algunos casos, el aumento del crédito al sector privado se ha financiado no a través de una reducción de otros activos, sino favoreciendo una posición neta en activos exteriores cada vez más negativa. Los bancos de la región se han endeudado significativamente en el exterior, con frecuencia frente a los respectivos bancos matrices, para poder financiar la expansión del crédito.

Como se observa en el gráfico 3, en el que figuran sólo los préstamos de los bancos de la zona del euro a los bancos de la región, la importancia de esta fuente de financiación ha ido en aumento en varios países. Dado que los bancos están obligados a mantener una posición abierta en divisas dentro de ciertos límites, el aumento de sus pasivos exteriores ha venido acompañado, normalmente, de préstamos internos denominados en moneda extranjera, lo que ayuda a explicar la proporción relativamente elevada de préstamos en moneda extranjera que se observa en la región (véase cuadro 4). En la mitad de los países de la región, los préstamos denominados en moneda extranjera representan más de la mitad del total de préstamos a hogares y empresas no financieras. Es posible que la mayor participación de la banca extranjera en la región haya contribuido al fenómeno de los préstamos en moneda extranjera observado en esos países.

En el cuadro 4 también se muestra cómo se distribuyen los préstamos bancarios internos al sector privado entre los diferentes agentes de dicho sector (sociedades no financieras, hogares y otras instituciones financieras). La proporción relativamente baja de los préstamos totales al sector privado que

representan los hogares refleja los efectos de los procesos de transición y convergencia, así como el desarrollo, todavía limitado, de algunos productos como el crédito hipotecario. Esto explica, en parte, por qué la proporción de préstamos a corto plazo en el total de préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras sigue siendo elevada.

## 5 REPERCUSIONES PARA LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA

La experiencia de anteriores episodios de rápido desarrollo del sector financiero, tanto en economías industrializadas como en economías emergentes sugiere varias consecuencias para la estabilidad macroeconómica y financiera. Comenzando por las repercusiones macroeconómicas, se ha observado que la expansión crediticia suele relacionarse positivamente con el crecimiento económico. Un amplio consenso de la literatura especializada permite pensar que el desarrollo financiero guarda relación con el crecimiento en la medida en que fomenta la acumulación de capital y/o ejerce un impacto positivo sobre el ritmo de crecimiento de la productividad. A este respecto, cabe señalar que el desarrollo financiero de la región ha tenido lugar en paralelo con un fuerte crecimiento de la producción.

Si bien se ha observado que, en general, el desarrollo financiero está relacionado positivamente con el crecimiento, la evidencia histórica y la investigación académica sugieren también que los episodios de fuerte crecimiento del crédito se han asociado, a veces, con riesgos macroeconómicos sustanciales. En particular, estos riesgos se refieren a un recalentamiento de la economía y, como consecuencia, a un deterioro de la balanza por cuenta corriente. El recalentamiento suele tener su origen en un fuerte aumento de la demanda interna, el consumo y la inversión, que no viene acompañado de una respuesta igualmente fuerte de la oferta y, por lo tanto, da lugar a presiones inflacionistas. La causa de los crecientes desequilibrios en la cuenta corriente puede ser un aumento de la demanda de importaciones y una pérdida de competitividad como consecuencia de las tasas de inflación más altas. Todo ello, unido a un aumento de la deuda externa, podría hacer que la economía

fuese vulnerable a fenómenos de parada súbita (*sudden stop*) y a crisis de balanza de pagos.

Además del impacto en la evolución macroeconómica, una rápida expansión del crédito podría tener repercusiones importantes para la estabilidad financiera<sup>7</sup>. Muchas crisis bancarias han sido precedidas por episodios de crecimiento rápido o excesivo del crédito, especialmente en las economías emergentes<sup>8</sup>. Hay varias explicaciones teóricas de por qué los episodios de auge del crédito se asocian con una mayor probabilidad de crisis bancarias. Según una de las principales líneas de investigación expuestas en la literatura, esta relación podría atribuirse a la prociclicidad del comportamiento de los bancos en materia de préstamos. Los riesgos pueden subestimarse durante las fases de expansión del ciclo económico, lo que daría lugar a una relajación de los estándares crediticios y a un descenso en la calidad media de los prestatarios. Esto, a su vez, podría traducirse en pérdidas de mayor cuantía al producirse la siguiente desaceleración económica. Los riesgos también pueden infravalorarse como consecuencia del mecanismo conocido como «acelerador financiero»<sup>9</sup>. Un excesivo optimismo respecto a los rendimientos futuros, provocado por ejemplo por una perturbación positiva en la productividad, podría impulsar al alza la valoración de los activos y, por ende, la riqueza neta de las empresas, lo que se traduciría en un incremento de la inversión y la demanda de crédito y en un nuevo aumento de los precios de los activos. Después, un cambio negativo en las expectativas podría precipitar un proceso inverso con una caída de los precios de los activos y una contracción del crédito, susceptibles de incrementar significativamente las dificultades de reembolso para los prestatarios y de provocar, en última instancia, mayores pérdidas en los préstamos para los bancos. Otro factor que podría dar lugar a políticas crediticias laxas es la intensa competencia entre los bancos que estén tratando de estabilizar las cuotas de mercado en un mercado en expansión.

Dadas las características concretas propias del proceso de transición, resulta intrínsecamente difícil establecer si un ritmo de desarrollo financiero tan rápido representa sólo un proceso de convergencia hacia un nivel de equilibrio mucho más alto de la ratio de crédito respecto al PIB, o

si también es motivo de preocupación respecto a la estabilidad macroeconómica y financiera. Por consiguiente, como se analizará más adelante, es necesario seguir realizando un atento seguimiento de dicho desarrollo<sup>10</sup>.

Aunque los episodios de auge del crédito pueden aumentar las probabilidades de que se produzcan crisis bancarias, es importante subrayar que una rápida expansión crediticia no necesariamente ha de ser nociva para la solidez del sector financiero. La evidencia empírica indica que muchos episodios de rápido crecimiento del crédito no han venido acompañados, posteriormente, de crisis bancarias<sup>11</sup>, lo cual, unido al positivo papel de la profundización financiera en el crecimiento económico, plantea dilemas importantes para los responsables de la política económica. Dado que, a priori, resulta difícil distinguir los episodios positivos de crecimiento rápido del crédito de los negativos, una vez más se impone la necesidad de que las autoridades realicen un estrecho seguimiento de la evolución del crédito desde la perspectiva de la estabilidad financiera.

7 Los estudios empíricos han determinado que el elevado crecimiento del crédito es una de las principales variables predictivas de turbulencias macroeconómicas y financieras. Véase «¿Deberían ser motivo de preocupación los auges del crédito en los mercados emergentes?», FMI, Perspectivas de la Economía Mundial (abril 2004).

8 Véase, por ejemplo, G. Kaminsky y C. Reinhart (1999), «Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», *American Economic Review*, vol. 89(3), pp. 473-500, y D. Ottens, E. Lambregts y S. Poelhelke (2005), «Credit Booms in Emerging Market Economies: A Recipe for Banking Crises?», De Nederlandsche Bank Working Paper n.º 46.

9 El papel que desempeñan las imperfecciones del mercado de créditos en la amplificación de las perturbaciones iniciales se analizó en B. Bernanke y M. Gertler (1989), «Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations», *American Economic Review*, vol. 79(1), pp. 14-31; N. Kiyotaki y J. Moore (1997), «Credit Cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105(2), pp. 211-248, y B. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist (1998), «The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework», BIS Working Paper n.º 125.

10 Para más información sobre las repercusiones del rápido crecimiento del crédito en la región sobre la estabilidad, véase el recuadro titulado «Credit developments in the new non-euro area EU Member States» en la edición de diciembre del 2005 de *Financial Stability Review*, BCE; L. Papademos (2005), «Financial structures, credit growth and house prices in the new EU Member States: Policy challenges on the road to the euro», discurso pronunciado en la conferencia celebrada por el Latvijas Banka, Riga, 19 de septiembre, disponible en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), y «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», Occasional Paper n.º 48 del BCE, julio 2006.

11 Véase, por ejemplo, A. Tornell y F. Westermann (2002), «Boom-Bust Cycles: Facts and Explanation», *IMF Staff Papers*, 49 (número especial), pp. 111-155.

En particular, la velocidad del crecimiento del crédito puede dificultar la capacidad de evaluación y gestión del riesgo de los bancos, situación que, unida a un exceso de optimismo respecto a las perspectivas futuras, podría dar lugar a una asignación ineficiente del crédito. Dado que los prestatarios no cuentan con un amplio historial de crédito, este desafío puede ser tanto más importante en el caso de los bancos que operan en Europa central, oriental y sudoriental. El problema podría ser particularmente agudo en el caso de segmentos del mercado relativamente nuevos, que antes no contaban con un buen servicio, como los hogares y las empresas pequeñas y medianas. A este respecto, algunas de las medidas estándar de calidad de los activos, como el porcentaje que representan los créditos morosos en el total de préstamos, podrían ser relativamente poco informativas, ya que es improbable que los nuevos préstamos (que son de gran cuantía en un período de rápido crecimiento del crédito) entren en mora inmediatamente después de ser otorgados. En un contexto en el que los tipos de interés variables son cada vez más comunes para las hipotecas y otros préstamos a largo plazo, el riesgo de tipo de interés puede tener un impacto potencial sobre la calidad de la cartera de préstamos.

Además, los préstamos en moneda extranjera tienen claras implicaciones desde la perspectiva de la estabilidad financiera. En general, se exige a los bancos que mantengan posiciones abiertas netas en divisas próximas al equilibrio, de modo que no tienen que hacer frente a posibles desajustes entre divisas. Sin embargo, los prestatarios finales normalmente no tienen acceso a instrumentos de cobertura, que a menudo no están disponibles o son excesivamente costosos, o no cuentan con coberturas naturales como los ingresos en divisas. Como resultado, es posible que se produzcan esos desajustes, que los soportarán no los bancos, sino el sector real de la economía, mientras que los bancos pueden hacer frente a un riesgo de crédito, que tendría su origen en el hecho de que, en caso de que varíen los tipos de cambio, podría verse afectada la capacidad de los prestatarios para atender el pago de su deuda. De hecho, en muchos países los prestatarios parecen subestimar el riesgo de que varíen los tipos de cambio entre la moneda

nacional y la moneda en que están denominados los préstamos<sup>12</sup>. En este contexto, hay que señalar que el riesgo cambiario con respecto al euro persiste en todos los países en tanto en cuanto no adopten la moneda única, independientemente del régimen cambiario en vigor.

A pesar de estas posibles repercusiones para la estabilidad financiera, es preciso hacer hincapié en que los sectores bancarios de la región están, en general, bien capitalizados y, como se puede apreciar en el cuadro 2, son rentables. Aunque los diferenciales entre los depósitos y los préstamos se han reducido en los últimos años, el negocio bancario en los países de la región sigue siendo, en conjunto, una actividad más rentable que en la mayoría de los mercados más desarrollados, como la zona del euro, lo que explica el interés de los bancos extranjeros en posicionarse en esos países. La presencia de los bancos extranjeros supone también que la región tendrá acceso a las técnicas y prácticas más modernas en materia de evaluación del riesgo. Además, el hecho de que parte del crecimiento del crédito en la región haya tenido su origen en la expansión de los préstamos hipotecarios atenúa los posibles riesgos para la estabilidad financiera, ya que estos préstamos están garantizados. Al mismo tiempo, la competencia por la cuota de mercado en mercados bancarios que aún son relativamente rentables y cuentan con un considerable potencial de crecimiento en el futuro puede ser un incentivo para que los directivos de los bancos locales amplíen rápidamente sus operaciones de préstamo. La presencia de bancos de propiedad extranjera exige también hacer un fuerte hincapié en la eficaz coordinación entre los supervisores, tanto del país de origen como del país de acogida. En particular, los organismos supervisores a menudo tienen que enfrentarse al hecho de que las actividades de un grupo bancario extranjero concreto en la región pueden representar una proporción relativamente pequeña de los activos totales de dicho grupo, mientras que, al mismo tiempo, revisten una importancia sistémica para el país anfitrión.

12 Si bien la mayor parte de los préstamos en moneda extranjera están denominados en euros, otras monedas como el franco suizo están cobrando cada vez más importancia.

Los sectores financieros de la región también están sujetos a cierto grado de supervisión en el marco del Programa de Evaluación de Sector Financiero (PESF) que desarrollan el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. El PESF no sólo constituye un marco en el que medir la resistencia de estos sectores, mediante pruebas de estrés, utilizando diferentes escenarios, sino que además ofrece un plan de mejora de los marcos institucional y regulador.

Los recientes episodios de rápido crecimiento del crédito también han obligado a adoptar una serie de medidas de política. Las autoridades de varios países de la región han endurecido las normas prudenciales y han aplicado otras medidas para frenar el crecimiento del crédito, por ejemplo, aumentando las exigencias de reservas mínimas e imponiendo límites a los préstamos bancarios (o elevando los tipos de interés). Si bien el alcance del presente artículo no permite analizar en detalle todas esas medidas, muchas de ellas han dejado de respetarse con el tiempo, ya sea obteniendo préstamos directamente en el exterior o intensificando las actividades de los intermediarios financieros no bancarios. Así pues, todos los esfuerzos encaminados a mejorar la supervisión de las instituciones financieras no bancarias son una parte importante de las medidas de política orientadas a evitar el posible debilitamiento de las normas prudenciales, que podría ocurrir si el crédito se canalizase a través de entidades menos reguladas como las instituciones mencionadas.

## 6 CONCLUSIÓN

En los países de Europa central, oriental y sudo-oriental, el ritmo de desarrollo de los respectivos sectores financieros ha experimentado una notable aceleración en los últimos años. Uno de los principales factores determinantes de este desarrollo financiero ha sido el avance logrado en el proceso de transición de una economía de planificación centralizada hacia un sistema de merca-

do. Además, las políticas macroeconómicas y del sector financiero, y los factores cíclicos pueden haber contribuido también al rápido desarrollo de los sectores financieros de la región en este período. Al mismo tiempo, es necesario situar esta evolución en su contexto, considerando los bajos niveles de partida de muchas actividades de crédito, como los préstamos hipotecarios, por ejemplo. A pesar del crecimiento registrado últimamente, los sectores financieros de la región siguen siendo relativamente reducidos en comparación con los de la zona del euro.

El rápido crecimiento del crédito al sector privado observado en varios países de la región plantea riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera. Los riesgos de carácter macroeconómico se refieren, en particular, a un recalentamiento de la economía y al consiguiente deterioro de la balanza por cuenta corriente. Por lo que respecta a la estabilidad financiera, cabe señalar que la velocidad del crecimiento del crédito puede dificultar la capacidad de evaluación y gestión del riesgo de los bancos, situación que, unida a un exceso de optimismo respecto a las perspectivas futuras, podría dar lugar a una asignación ineficiente del crédito. El problema podría ser particularmente agudo en el caso de segmentos del mercado relativamente nuevos, que antes no contaban con un buen servicio, como los hogares y las empresas pequeñas y medianas. Además, los préstamos en moneda extranjera pueden tener claras implicaciones desde la perspectiva de la estabilidad financiera. Al mismo tiempo, es preciso hacer hincapié en que los sectores bancarios de la región están, en general, bien capitalizados y son rentables, y que la presencia de los bancos extranjeros supone también que la región tendrá acceso a las técnicas y prácticas más modernas en materia de evaluación del riesgo. En conjunto, el desarrollo financiero y el crecimiento del crédito en la región exigen una continua labor de estrecho seguimiento. No obstante, es de esperar que el desarrollo de los sistemas financieros fomente inversiones más productivas y crecimiento económico en la región.



# LA EXPERIENCIA DEL EUROSISTEMA CON LAS OPERACIONES DE AJUSTE AL FINAL DEL PERÍODO DE MANTENIMIENTO DE RESERVAS



*Tras las modificaciones introducidas en marzo del 2004 en el marco operativo para la instrumentación de la política monetaria del Eurosistema, ha aumentado el número medio de días que hay entre la última operación principal de financiación de un período de mantenimiento de reservas y el último día de dicho período. Una consecuencia indirecta de los cambios ha sido la aparición ocasional de considerables desequilibrios de liquidez al final de los períodos de mantenimiento. Desde el otoño del 2004, el BCE ha tratado de compensar estos desequilibrios más activamente mediante la realización de operaciones de ajuste al final de los períodos de mantenimiento. En este artículo se describe el objetivo y el funcionamiento de estas operaciones, y se proporciona una primera valoración de su efecto estabilizador sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. También se muestra que la realización de operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas ha conllevado la reducción de las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo y, al mismo tiempo, un menor recurso a las facilidades permanentes en el último día del período de mantenimiento. Además, se analizan los factores que determinan el comportamiento individual de las entidades de contrapartida al presentar sus pujas mediante el estudio de su decisión de participar en las operaciones de ajuste del final del período de mantenimiento. Por último, se aborda el papel de estas operaciones en la reducción de los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y el tipo mínimo de puja.*

## I INTRODUCCIÓN

Las operaciones de ajuste son un tipo de operaciones de mercado abierto de que dispone el Eurosistema en su marco operativo, aunque no son un instrumento de carácter regular para inyectar o absorber liquidez en el mercado, sino que se ejecutan cuando se considera necesario. Mientras que las operaciones principales de financiación (OPF) y, en menor medida, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) se utilizan para la provisión sistemática de liquidez al sector bancario, las operaciones de ajuste se utilizan para otros objetivos y con mayor flexibilidad. En circunstancias muy concretas, la finalidad de las operaciones de ajuste es «gestionar la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés y, en concreto, suavizar los efectos que en dichos tipos causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado<sup>1</sup>». Con el fin de permitir una reacción rápida, el vencimiento y la periodicidad de las operaciones de ajuste no están normalizados, sino que pueden adaptarse con flexibilidad a cada situación particular. Generalmente se llevan a cabo mediante una subasta rápida, que se ejecuta en un período de 90 minutos que se inicia con el anuncio de la operación. Dado que estas subastas han de efectuarse con rapidez, sólo un número limitado de entidades de crédito puede participar en este tipo de operaciones. Los bancos centrales

nacionales (BCN) seleccionan las entidades de contrapartida basándose en una serie de criterios cuantitativos y en una valoración de su participación en el mercado monetario. En la actualidad, 129 entidades de contrapartida pueden participar en las operaciones de ajuste.

En el período comprendido entre enero de 1999 y septiembre del 2006 se llevaron a cabo 29 operaciones de ajuste, de las que las siete realizadas antes del otoño del 2004 fueron de carácter esporádico y estuvieron relacionadas, en su mayor parte, con acontecimientos específicos, teniendo como objetivo, por ejemplo, reducir las perturbaciones en el mercado monetario tras los atentados de septiembre del 2001, o prevenir posibles tensiones en la situación de liquidez asociadas a la introducción del euro en enero del 2002. Desde el otoño del 2004, se han llevado a cabo operaciones de ajuste en el último día del período de mantenimiento con más frecuencia. Este artículo se centra en este último tipo de operaciones. En la sección 2 se explican las razones para realizar operaciones de ajuste al final de los períodos de mantenimiento de reservas, y en la sección 3 se analiza la participación de las entidades de contrapartida en

<sup>1</sup> BCE: «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 del 2006.

estas operaciones. En la sección 4 se presenta una valoración basada en la experiencia adquirida en el último año y medio, y en la sección 5 se recogen algunas conclusiones.

## **2 OPERACIONES DE AJUSTE REALIZADAS AL FINAL DE UN PERÍODO DE MANTENIMIENTO DE RESERVAS**

En marzo del 2004 se introdujo una serie de cambios en el marco operativo del Eurosistema. Una de las modificaciones guardaba relación con el calendario de acontecimientos que tienen lugar durante los períodos de mantenimiento de reservas: antes de la reforma, los períodos de mantenimiento terminaban siempre el 23 de cada mes, esto es, en días de la semana diferentes. Al mismo tiempo, las OPF se ejecutaban con periodicidad semanal, habitualmente los martes. En consecuencia, el número de días que había entre la adjudicación de la última OPF y el último día de un período de mantenimiento variaba entre uno y seis días hábiles. En el nuevo marco, las OPF continúan realizándose los martes, pero el período de mantenimiento acaba ahora la semana siguiente a una reunión del Consejo de Gobierno, generalmente un martes.

Este cambio supone que el número medio de días que hay entre la última adjudicación y el final del período de mantenimiento ha pasado de cuatro a seis días hábiles. En consecuencia, durante este período más largo pueden acumularse mayores desequilibrios de liquidez en el sector bancario, resultantes, principalmente, de errores en las previsiones de los factores autónomos de liquidez realizadas por el Eurosistema (véase el recuadro). Si han sido previstos por el mercado, estos desequilibrios —ya estén causados por una situación de exceso o de escasez de liquidez— pueden provocar intensas reacciones en los tipos de interés de mercado, particularmente los últimos días del período de mantenimiento de reservas, cuando las entidades de crédito necesitan gestionar su liquidez con cuidado para cumplir las exigencias de reservas. De hecho, en los últimos días de los períodos de mantenimiento de los meses posteriores a la introducción de los cambios en el marco operativo se observaron pronunciados picos de carácter ocasio-

nal en los tipos de interés de mercado. Al mismo tiempo, estas subidas pueden haber dado lugar a una ampliación de los diferenciales entre el tipo marginal de las subastas y el tipo mínimo de puja, y entre el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) y el tipo mínimo de puja. Por ejemplo, mientras que el tipo marginal de las subastas fue idéntico al tipo mínimo de puja en los primeros meses posteriores a la introducción de los cambios en el marco operativo, en el segundo semestre del 2004 aumentó lentamente, hasta estabilizarse temporalmente en unos 5 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja a principios del 2005.

Con la introducción de las modificaciones en el marco operativo en marzo del 2004, los picos ocasionales observados en los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, que previamente se habían registrado, en su mayor parte, en el último día del período de mantenimiento, empezaron a aparecer días antes en la última semana del período de mantenimiento. Esta ampliación temporal de los aumentos al final del período llevó al BCE a considerar la realización de operaciones de ajuste en el último día de los períodos de mantenimiento. En ese momento, medidas alternativas, como la mejora de la calidad de las previsiones de liquidez, no se consideraron factibles. En consecuencia, desde finales del 2004, el BCE ha llevado a cabo operaciones de ajuste con mayor frecuencia en el último día del período de mantenimiento de reservas con el fin de establecer una situación equilibrada de liquidez.

Las operaciones de ajuste pueden servir para inyectar o absorber liquidez. Las operaciones de inyección de liquidez suelen ejecutarse mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja igual al aplicado en las operaciones principales de financiación. Las operaciones de absorción de liquidez, por el contrario, suelen llevarse a cabo en forma de subastas a tipo de interés fijo en las que las entidades de contrapartida pueden presentar pujas con el fin de depositar dinero en el Eurosistema. Los fondos depositados se remuneran al tipo mínimo de puja. En todos los casos, la duración de las operaciones de inyección y de absorción de liquidez ha sido de un día: el último día del período de mantenimiento de reservas.



Dada una predicción correcta de la evolución de los factores autónomos, la situación equilibrada de liquidez resultante debería traducirse en un tipo de interés a un día cercano al centro de la banda establecida por los tipos de las facilidades permanentes del BCE, el cual, en el caso de una banda simétrica, sería igual al tipo mínimo de puja<sup>2</sup>. Además, la realización de operaciones de ajuste, si ha sido prevista por los participantes en el mercado, no sólo debería afectar a los tipos de interés de mercado del día de la operación, sino que tendría que estabilizarlos durante la semana anterior: cuando los participantes en el mercado confían en el BCE para el reestablecimiento de una situación equilibrada de liquidez en

el último día del período de mantenimiento, pueden esperar que el EONIA se sitúe ese día próximo al centro de la banda fijada por las dos facilidades permanentes. Teniendo esto presente, cabe esperar que los tipos de interés ya estén en este nivel los días anteriores a la operación. De este modo, la ejecución de operaciones de ajuste debería contribuir a evitar variaciones pronunciadas de los tipos de interés de mercado en los días previos al final del período de mantenimiento y, de hecho, en todo el período.

2 Véase, por ejemplo, G. Pérez Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, «The Daily Market for Funds in Europe: What Has Changed with the EMU?», *Journal of Money, Credit and Banking* 38(1), 91-118, 2006.

#### Recuadro

#### OFERTA DE LIQUIDEZ Y ERRORES DE PREDICCIÓN

El BCE satisface periódicamente el grueso de las necesidades de liquidez del sector bancario mediante sus operaciones principales de financiación. Estas operaciones, que son de periodicidad semanal, tienen vencimiento a una semana y, en la actualidad, un volumen de unos 300 mm de euros<sup>1</sup>.

El día de adjudicación, el BCE calcula y publica la adjudicación de referencia basada en una estimación de las necesidades medias de liquidez del sector bancario. La adjudicación de referencia se define como el volumen de liquidez que se espera que permita que las entidades de crédito cumplan sin problemas las exigencias de reservas<sup>2</sup> hasta la liquidación de la próxima OPF, dando por supuesto un recurso neto agregado a las facilidades permanentes igual a cero. La demanda de liquidez de las entidades puede desglosarse en factores autónomos (por ejemplo, billetes en circulación y depósitos del sector público en los bancos centrales), exigencias de reservas y exceso de reservas (saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas<sup>3</sup>). Mientras que las exigencias de reservas no suelen variar hasta el final de un período de mantenimiento, es necesario realizar predicciones sobre la evolución de los factores autónomos y del exceso de reservas antes de la adjudicación de la siguiente OPF.

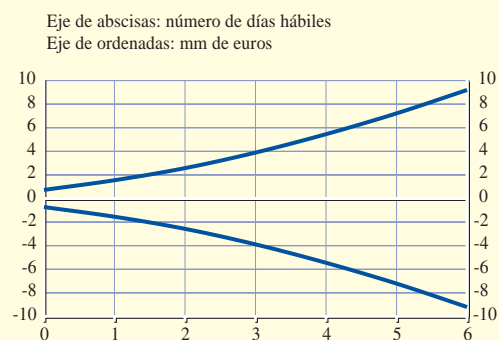
En los días posteriores a la adjudicación de una OPF, la evolución de los factores autónomos y del exceso de reservas ciertamente puede ser distinta de sus valores estimados. El motivo más habitual para realizar revisiones de las predicciones son acontecimientos imprevistos en relación con los billetes en circulación y los depósitos del sector público en los bancos centrales. En consecuencia, pueden acumularse desequilibrios de liquidez en el sector bancario, lo que lleva a una situación de abundancia o de escasez de liquidez.

1 Además, actualmente se realizan OFPML con periodicidad mensual por un volumen total de 120 mm de euros y vencimiento a tres meses.

2 El sistema de reservas mínimas del Eurosistema permite a las entidades de contrapartida utilizar mecanismos de promedios, lo que supone que el cumplimiento de las exigencias de reservas se determina con la media de los saldos mantenidos por las entidades en sus cuentas de reservas al final de cada día. El mecanismo de promedios ofrece la posibilidad de que las entidades se adapten a las perturbaciones que afectan a la liquidez dentro del período de mantenimiento, estabilizando con ello los tipos de interés del mercado monetario.

3 Véase también el recuadro 3, titulado «Exceso de reservas e instrumentación de la política monetaria del BCE», en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

### Gráfico Desviación típica de los errores acumulados de predicción de los factores autónomos



Fuente: BCE.

La ampliación del número de días que van desde la adjudicación de la última OPF hasta el final del período de mantenimiento resultante de la revisión del marco operativo del Eurosistema de marzo del 2004 condujo a la inevitable acumulación de errores de predicción. La desviación típica de los errores acumulados se incrementó de 5,5 mm de euros, para un horizonte de predicción de cuatro días hábiles, a 9,2 mm de euros para un horizonte de seis días hábiles (véase gráfico). En consecuencia, aumentaron las probabilidades de finalizar el período de mantenimiento con un considerable desequilibrio de liquidez y, por consiguiente, de que aparecieran picos en los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario.

Una operación de ajuste realizada en el último día del período de mantenimiento puede corregir, al menos en gran parte, los desequilibrios de liquidez. Las operaciones de ajuste se basan en datos actualizados sobre la evolución de los factores autónomos y del exceso de reservas que el BCE recibe justo antes de la operación<sup>3</sup>. Estos datos suelen ser bastante precisos, dado que la incertidumbre sobre su evolución sólo es de un día. De hecho, la desviación típica de los errores de predicción de los factores autónomos de liquidez a un horizonte de un día es de tan sólo 0,7 mm de euros (véase gráfico).

### 3 PARTICIPACIÓN EN LAS OPERACIONES DE AJUSTE

De las 20 operaciones de ajuste realizadas al final de un período de mantenimiento entre noviembre del 2004 y septiembre del 2006, siete fueron para inyectar liquidez y trece para absorber liquidez (véase cuadro 1), y sólo tres períodos de mantenimiento terminaron sin que se efectuara una operación de ajuste.

En promedio, 31 entidades de contrapartida presentaron pujas en las operaciones de inyección de liquidez. En estas operaciones, el volumen medio fue de 9,43 mm de euros, y el BCE consiguió adjudicar el importe previsto. La ratio de cobertura de las pujas, esto es, la relación entre las pujas presentadas y los importes adjudicados, fue de 4,5, mucho más elevada que la ratio correspondiente de las operaciones principales de financiación del BCE que, en promedio, sólo fue de 1,27 en el mis-

Cuadro 1 Resumen de las operaciones de ajuste de fin de período

Tipo de operación	Tipo de subasta	Número de operaciones	Volumen medio de adjudicación previsto <sup>1)</sup>	Importe agregado medio de las pujas <sup>1)</sup>	Importe medio adjudicado <sup>1)</sup>	Ratio media de cobertura de las pujas	Porcentaje medio de pujas adjudicadas	Número medio de entidades de contrapartida participantes
De inyección de liquidez	A tipo variable	7	9,43	33,67	9,43	4,49	26,00%	31
De absorción de liquidez	A tipo fijo	13	-9,08	-11,33	-8,10	1,22	82,80%	12

Fuente: BCE.

Nota: Los datos se refieren al período comprendido entre noviembre del 2004 y septiembre del 2006. Los signos negativos indican drenajes de liquidez.

1) En mm de euros.

mo período. Los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron, en promedio, 5 y 6 puntos básicos, respectivamente, por encima del tipo mínimo de puja. Con frecuencia, estos tipos de las subastas presentaron divergencias con respecto a los tipos observados en las adjudicaciones de las OPF precedentes, aunque, en promedio, fueron similares a los tipos de interés de las OPF.

En las operaciones de absorción de liquidez, el tipo de oferta igualó al tipo mínimo de puja, que se situó entre el 2% y el 3% en el período en cuestión. En promedio, el BCE pretendió drenar 9,08 mm de euros. En ocho de estas operaciones, el BCE pudo absorber el importe previsto. En las cinco restantes se registró cierta insuficiencia de pujas, esto es, el importe total de las pujas presentadas por las entidades de contrapartida y, en consecuencia, el importe absorbido, fue inferior al volumen que el BCE pretendía drenar (véase también el gráfico 1). En junio y agosto del 2005 y en marzo del 2006 se registraron tres casos en los que la insuficiencia de pujas fue más acusada. El hecho de que los importes solicitados en las pujas fueran más reducidos en las operaciones de absorción de liquidez también quedó reflejado en una ratio de cobertura de las pujas bastante baja (1,22) y en un número reducido de entidades de contrapartida participantes (12), ambos considerablemente inferiores a los de las operaciones de inyección de liquidez.

### EPISODIOS DE INSUFICIENCIA DE PUJAS

No es una coincidencia que todos los casos de insuficiencia de pujas ocurrieran en las operaciones de absorción de liquidez. El tipo de interés fijo aplicado en estas subastas —el tipo mínimo de puja— está en el centro de la banda fijada por las dos facilidades permanentes y, por lo tanto, coincide con el valor hipotético de la liquidez cuando la probabilidad de tener que recurrir a cualquiera de las dos facilidades es del 50% y tiene el mismo coste. No obstante, las entidades de contrapartida evalúan la posibilidad de acabar el período de mantenimiento con un superávit o un déficit de liquidez de forma ligeramente distinta debido, por ejemplo, a que, en realidad, afrontan costes diferentes en los dos casos. Por un lado, un superávit de liquidez les inducirá a llevar el exceso

Gráfico 1 Adjudicación en las operaciones de ajuste y el recurso a las facilidades permanentes

(mm de euros)

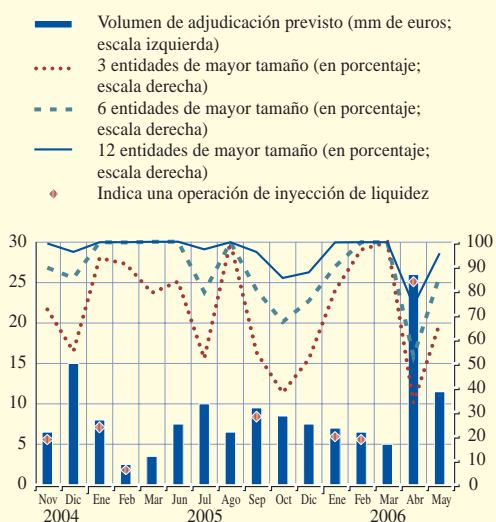


Fuente: BCE.

de liquidez a la facilidad de depósito. Por otro, un déficit de liquidez conduce a recurrir a la facilidad marginal de crédito o al incumplimiento de las exigencias de reservas, lo que conlleva una sanción. En este caso, la valoración de la liquidez por parte del mercado puede ser superior al tipo mínimo de puja y las entidades de contrapartida pueden optar por no depositar la totalidad del exceso de liquidez en el Eurosistema.

Al mismo tiempo, las condiciones del mercado desempeñan un importante papel en la decisión de una entidad de contrapartida de participar en las operaciones de ajuste de drenaje de liquidez. Cuando el mercado percibe que la situación de la liquidez es abundante, se producen presiones para que el tipo de interés a un día caiga hasta niveles por debajo del tipo mínimo de puja. En este caso, a los participantes en el mercado les conviene depositar su exceso de liquidez en el Eurosistema a través de la operación de ajuste, porque la remuneración al tipo mínimo de puja es mejor que la que pueden obtener en el mercado monetario, lo que no sucede cuando los tipos de interés de mercado están en el mismo nivel que el tipo mínimo de puja, o incluso lo superan. Ciertamente, la ratio de cobertura de las pujas tiende a ser más elevada cuando, en la mañana de la operación de ajuste, el diferencial entre el tipo de interés a un día y el tipo mínimo de puja se sitúa en niveles más reducidos.

**Gráfico 2 Participación de las entidades de contrapartida de mayor tamaño en las adjudicaciones**



Fuente: BCE.

También puede producirse una insuficiencia de pujas cuando los participantes en el mercado perciben que la situación de liquidez es más restrictiva que la estimada por el BCE. Esto puede suceder, por ejemplo, cuando el BCE espera una reducción de los factores autónomos que absorben liquidez en el último día del período de mantenimiento (tal expectativa no es directamente perceptible para el mercado y únicamente se refleja en el valor medio publicado para toda la semana). De modo similar, podría percibirse erróneamente que una situación de liquidez es restrictiva cuando la liquidez está distribuida de manera desigual entre los participantes en el mercado. En tal caso, un drenaje de liquidez del importe total en la operación de ajuste conduciría a un recurso neto a la facilidad marginal de crédito en el último día del período de mantenimiento. No obstante, si la liquidez estuviera distribuida de forma equilibrada, el volumen de liquidez que no se hubiera absorbido como consecuencia de la insuficiencia de pujas quedaría reflejado en un recurso neto a la facilidad marginal de depósito. Ciertamente, la relación positiva entre el recurso a las facilidades permanentes y la cuantía de la insuficiencia de pujas es bastante estrecha, ya que, en promedio, la diferencia entre estas dos

variables es de sólo 200 millones de euros. El gráfico 1 muestra que, de hecho, todas las ocasiones en las que se observó un recurso neto a la facilidad de depósito (indicado por un recurso neto negativo a las facilidades permanentes) de más de 1 mm de euros estuvieron relacionadas con un episodio de insuficiencia de pujas.

### FACTORES DETERMINANTES DE LA PARTICIPACIÓN EN LAS OPERACIONES DE AJUSTE

Aunque, actualmente, 129 entidades de contrapartida pueden participar en las operaciones de ajuste del BCE, en las realizadas al final del período de mantenimiento sólo tomó parte una media de 19 entidades de crédito. Casi la mitad de todas las entidades admitidas durante el período analizado no participó nunca en las operaciones efectuadas en ese período. En promedio, las entidades de contrapartida participaron en menos de dos operaciones.

En general, la participación de las entidades de crédito muestra una correlación positiva con su tamaño en ambos tipos de operaciones, indicando que las entidades de mayor tamaño tienden a presentar pujas más a menudo que las de menor tamaño. De hecho, en promedio, el 20% de las entidades más grandes presenta pujas más de tres veces más que el 50% de las entidades de contrapartida más pequeñas. Esta conclusión es reflejo del hecho de que los bancos más grandes tienden a ser más activos en el mercado interbancario.

Otra posible razón para participar en las operaciones de ajuste es un déficit en las reservas individuales de una entidad de contrapartida determinada en el penúltimo día del período de mantenimiento. No obstante, de forma algo sorprendente, el porcentaje de cumplimiento de las exigencias de reservas parece no influir en la decisión de presentar pujas en la subasta.

De todas las entidades de contrapartida participantes, las tres entidades de mayor tamaño representaron, en media, el 72% del volumen adjudicado en las operaciones; las seis entidades más grandes representaron el 88% del citado volumen; y las doce entidades de mayor tamaño, el 96%. En el gráfico 2 se muestra que la concentración de pujas fue especialmente elevada

**Cuadro 2** Recurso medio a las facilidades permanentes el último día del período de mantenimiento

(mm de euros)

Período	Facilidad marginal de crédito (A)	Facilidad de depósito (B)	Recurso neto a las facilidades permanentes <sup>1)</sup>	Recurso neto en términos absolutos <sup>2)</sup>
Abr-oct 2004	3,5	1,6	1,9	4,2
Nov 2004-sep 2006	1,0	1,4	-0,4	1,2

Fuente: BCE.

1) Media de [(A) - (B)].

2) Media del valor absoluto de [(A) - (B)].

cuando el volumen de adjudicación —ya fuera una operación de absorción o de inyección de liquidez— era reducido. Esto podría indicar que las entidades de contrapartida decidieron presentar pujas sólo cuando esperaban recibir una adjudicación por encima de un volumen determinado, debido, posiblemente, a los costes relacionados con la presentación de pujas.

En general, el principal factor determinante de la participación en las operaciones de ajuste de fin de período parece ser el papel que desempeñan las entidades de contrapartida en el mercado interbancario, más que su situación individual de liquidez en el momento de la operación.

#### 4 VALORACIÓN INICIAL

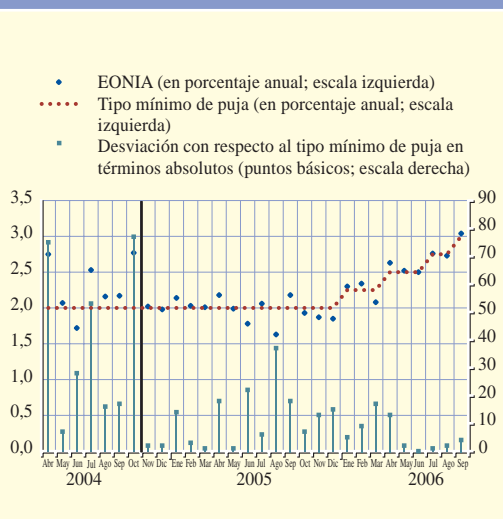
##### RECURSO A LAS FACILIDADES PERMANENTES

Como se indica en la sección 2, el objetivo de las operaciones de ajuste de fin de período es establecer una situación equilibrada de liquidez y estabilizar los tipos de interés a corto plazo al final del período de mantenimiento. Por definición, cuando la liquidez está equilibrada, no tendría que producirse un déficit o un superávit de liquidez en los mercados. Cualquier superávit o déficit de liquidez en el conjunto del sector bancario debería quedar reflejado en el recurso a una de las facilidades permanentes del BCE en el último día del período de mantenimiento de reservas. En el cuadro 2 se muestra como, desde noviembre del 2004, ha disminuido el recurso a estas facilidades en ese día: en términos absolutos, el recurso neto a las facilidades permanentes ha descendido de 4,2 mm de euros a 1,2 mm de euros. Aunque el recurso a la facilidad

de depósito se ha mantenido bastante estable, la reducción total ha sido atribuible al menor recurso a la facilidad marginal de crédito, que, en promedio, solía ser más del doble que el recurso medio a la facilidad de depósito.

##### IMPACTO SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO DEL MERCADO MONETARIO

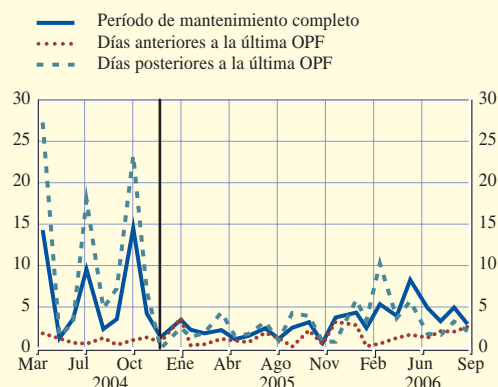
El hecho de llevar a cabo más operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento tiene un impacto notable sobre los tipos de interés. Los elevados picos que ocasionalmente se han observado en el diferencial del EONIA en el último día de los períodos de mantenimiento han disminuido considerablemente. En el gráfico 3 se presentan las series temporales del tipo mínimo de puja y del EONIA desde marzo

**Gráfico 3** Fluctuaciones del EONIA en torno al tipo mínimo de puja en el último día del período de mantenimiento

Fuente: BCE.

**Gráfico 4 Desviación típica del EONIA por período de mantenimiento**

(en puntos básicos; basada en las variaciones diarias)



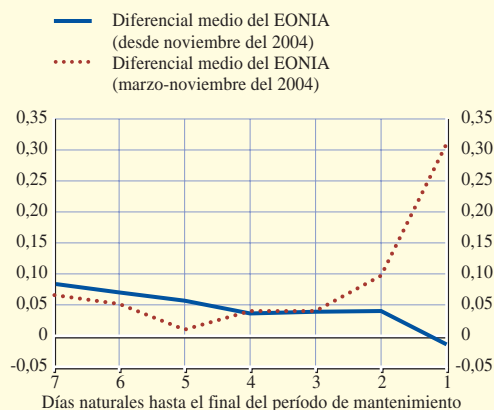
Fuente: BCE.

del 2004, utilizando únicamente datos del último día del período de mantenimiento. También se muestra la diferencia, en términos absolutos, entre ambos, es decir, el diferencial del EONIA. Esta serie ilustra que, hasta ahora, la realización de operaciones de ajuste al final de los períodos de mantenimiento ha tenido éxito. En la parte izquierda de la línea vertical se muestran los elevados picos ocasionales en el diferencial del EONIA que se observaban en el último día de un período de mantenimiento antes de que se llevaran a cabo operaciones de ajuste. En cuatro ocasiones, las desviaciones con respecto al tipo mínimo de puja fueron de más de 25 puntos básicos, y, en tres de éstas, fueron incluso superiores a 50 puntos básicos. Desde noviembre del 2004 se ha reducido sustancialmente la frecuencia de estos picos, ya que el diferencial del EONIA fue superior a 25 puntos básicos sólo una vez, y fue uno de los días en que la insuficiencia de pujas en una operación de absorción de liquidez fue bastante grande y el EONIA cayó como consecuencia del abultado exceso de liquidez que quedó en el mercado.

La evolución de la desviación típica de las fluctuaciones diarias del EONIA ofrece una imagen similar. En el gráfico 4 se muestra como la realización más frecuente de operaciones de ajuste al final de

**Gráfico 5 Diferencial medio del EONIA durante la última semana de un período de mantenimiento**

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

los períodos de mantenimiento tuvo un efecto sorprendente sobre la volatilidad diaria del EONIA: la media de las desviaciones típicas observadas en los períodos que incluyen los días posteriores a la última OPF (calculando las desviaciones típicas sobre la base de las variaciones diarias) se redujo desde más de 12 puntos básicos a 3,2 puntos básicos. Aunque la desviación típica registró un leve incremento durante todas las demás semanas (de 1 a 1,4 puntos básicos), el efecto general sobre la volatilidad de todo el período de mantenimiento quedó reflejado en una disminución de la desviación típica de 4 a 3,2 puntos básicos.

El gráfico 5 muestra la evolución del diferencial medio del EONIA, esto es, la diferencia entre el EONIA y el tipo mínimo de puja, en los últimos siete días de cada período de mantenimiento. La realización de operaciones de ajuste tuvo un fuerte efecto en el último día del período de mantenimiento, reduciendo la desviación media del EONIA con respecto al tipo mínimo de puja desde 31 puntos básicos a 1 punto básico. También se registró una ligera disminución del diferencial en el penúltimo día, aunque no se observa ningún efecto estabilizador en el antepenúltimo día —ni en los anteriores— del período de mantenimiento.



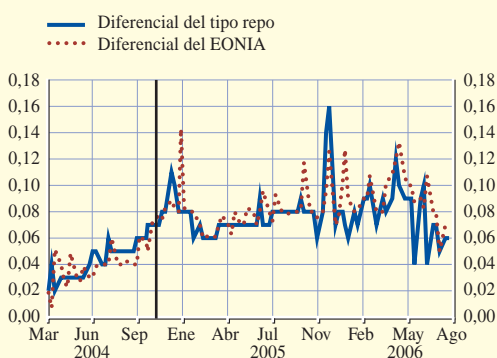
## EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS

Durante el primer semestre del 2005, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y el tipo mínimo de puja se estabilizaron. Es muy probable que esta situación fuera reflejo tanto de la realización más frecuente de operaciones de ajuste como de la política del BCE de adjudicar en las OPF, entre octubre del 2004 y febrero del 2005, un volumen superior a la adjudicación de referencia. Esto queda ilustrado en el gráfico 6, que muestra la serie temporal del diferencial del EONIA, así como el diferencial entre el tipo repo a una semana y el tipo mínimo de puja. Desde principios del 2005, la tendencia al alza observada en los dos diferenciales se interrumpió. Sin embargo, hacia finales de ese año, los diferenciales se ampliaron de nuevo, aunque en gran medida logró evitarse la aparición de picos en los tipos de interés. Por lo tanto, en ese momento, las causas de la ampliación de los diferenciales no parecían guardar relación con la situación de liquidez al final de los períodos de mantenimiento y, en consecuencia, el BCE recurrió a medidas adicionales para reducir los diferenciales. Entre mayo y septiembre del 2006, el BCE adjudicó, en todas las OPF (incluida la última de cada período de mantenimiento), un importe superior a la adjudicación de referencia anunciada. Esta medida ciertamente ha llevado a un progreso continuo en la reducción del elevado diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y el tipo mínimo de puja.

Además, esta medida modificó temporalmente la función de las operaciones de ajuste. La adjudicación de un importe superior a la adjudicación de referencia en la última OPF de un período de mantenimiento resultó en un superávit de liquidez establecido como objetivo para la última semana del período. Dado que el BCE seguía pretendiendo alcanzar una situación equilibrada de liquidez en el último día del período, ello supuso una elevada probabilidad de que se realizara una operación de ajuste para absorber liquidez en dicho día. De hecho, entre mayo y septiembre del 2006, todas las operaciones de ajuste fueron de absorción de liquidez (véase también gráfico 1).

Gráfico 6 Medias semanales del diferencial del EONIA y del diferencial del tipo repo a una semana<sup>1)</sup>

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y BCE.

1) Los datos no incluyen las cifras correspondientes a la última semana del período de mantenimiento.

## 5 CONCLUSIONES

Desde el otoño del 2004, el BCE ha llevado a cabo operaciones de ajuste más a menudo, con el fin de establecer una situación equilibrada de liquidez al final de los períodos de mantenimiento de reservas.

El análisis realizado indica que, en general, esta medida consiguió estabilizar los tipos de interés los últimos días de los períodos de mantenimiento. De hecho, en gran parte se lograron evitar los elevados picos registrados en los tipos de interés de mercado a un día hacia el final de los períodos de mantenimiento. Además, la volatilidad de las variaciones diarias del EONIA disminuyó de manera perceptible. El principal efecto estabilizador resultante de la realización más frecuente de operaciones de ajuste se produjo en los dos últimos días de los períodos, ya que, en los días precedentes, dicho efecto fue muy moderado. Por consiguiente, se alcanzó claramente el objetivo de estabilizar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario hacia el final de los períodos de mantenimiento de reservas.

Al mismo tiempo, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y el tipo mínimo de puja se estabilizaron temporal-



mente. No obstante, cuando, a finales del 2005, otros factores contribuyeron a la ampliación de los diferenciales, el BCE tuvo que adoptar medidas adicionales para reducirlos.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.int](mailto: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.

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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,7	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	16,2	2,90	4,05
III	7,6	8,4	8,2	-	11,2	.	3,22	3,97
2006 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	15,2	2,99	4,07
Jul	7,4	8,2	7,8	8,1	11,1	15,9	3,10	4,10
Ago	7,2	8,4	8,2	8,2	11,3	15,9	3,23	3,97
Sep	7,1	8,4	8,5	.	11,4	.	3,34	3,84
Oct	.	.	.	.	.	.	3,50	3,88

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

### 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 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-10,8	-2,8	-31,5	22,9	327,1	101,2	103,5	1,2023
II	-6,6	6,3	-12,1	98,9	323,8	103,5	105,8	1,2582
III	.	.	.	.	325,0	104,3	106,6	1,2743
2006 May	-10,7	0,6	-4,6	44,4	332,2	103,8	106,1	1,2770
Jun	11,4	5,2	-15,9	60,5	323,8	103,9	106,2	1,2650
Jul	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,6	1,2684
Ago	-2,8	-3,8	-2,8	-15,5	326,4	104,4	106,7	1,2811
Sep	.	.	.	.	325,0	104,2	106,5	1,2727
Oct	.	.	.	.	.	103,7	105,9	1,2611

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 6 oct	2006 13 oct	2006 20 oct	2006 27 oct
<b>Oro y derechos en oro</b>	175.333	175.318	175.206	175.141
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	142.991	141.593	142.008	142.403
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	24.393	23.765	22.958	22.094
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	10.482	9.925	10.793	10.232
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	432.008	428.005	438.503	434.045
Operaciones principales de financiación	311.999	308.002	318.500	314.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	120.001	120.001	120.001	120.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	8	2	0	43
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	2	0
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	9.379	9.059	8.907	10.083
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	81.590	81.391	80.953	80.856
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	40.021	40.022	40.022	40.022
<b>Otros activos</b>	198.406	201.088	201.931	203.860
<b>Total activo</b>	1.114.603	1.110.166	1.121.281	1.118.736

#### 2. Pasivo

	2006 6 oct	2006 13 oct	2006 20 oct	2006 27 oct
<b>Billetes en circulación</b>	592.940	592.914	591.005	591.960
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	165.847	165.993	168.199	165.545
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	165.788	165.958	168.188	165.437
Facilidad de depósito	59	35	10	42
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	1	66
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	122	122	121	121
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	68.549	65.026	75.338	73.924
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	15.948	16.082	15.921	16.104
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	196	97	99	112
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	8.270	6.843	7.142	6.658
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.701	5.701	5.701	5.701
<b>Otros pasivos</b>	68.735	69.092	69.458	70.313
<b>Cuentas de revalorización</b>	123.721	123.721	123.721	123.721
<b>Capital y reservas</b>	64.574	64.575	64.576	64.577
<b>Total pasivo</b>	1.114.603	1.110.166	1.121.281	1.118.736

Fuente: BCE.



## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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



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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	
Operaciones principales de financiación							
2006 5 Jul	376.624	381	326.000	2,75	2,78	2,81	7
12	367.223	377	321.500	2,75	2,81	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
11	367.380	378	308.000	3,25	3,29	3,30	7
18	378.950	398	318.500	3,25	3,29	3,30	7
25	378.282	387	314.000	3,25	3,30	3,31	7
1 Nov	382.135	366	307.000	3,25	3,31	3,32	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 1 Dic	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 <sup>5)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>5)</sup>	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
26 Oct	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2005 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
10 Oct	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5) 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 <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
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	
Ago	14.850,7	7.760,2	576,3	1.906,6	1.234,7	3.372,8	

**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	167,0	0,7	0,0	3,03
7 Nov	166,2	.	.	.	.

**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		
	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
II	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
2006 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
10 Oct	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7

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 <sup>1)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
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	1.554,2	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	231,2
Ago	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
Sep <sup>(p)</sup>	1.521,8	694,5	20,3	0,6	673,5	206,5	180,0	2,2	24,3	-	16,5	348,5	14,8	241,1
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
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	3.671,8	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	3.850,1	166,3	1.557,6
2006 Abr	24.698,8	14.222,9	816,8	8.644,1	4.762,1	3.596,5	1.434,6	584,7	1.577,2	82,9	1.151,2	3.889,2	166,5	1.589,6
May	24.907,2	14.363,8	806,2	8.707,9	4.849,7	3.604,0	1.407,5	593,0	1.603,5	85,4	1.157,0	3.921,9	166,8	1.608,4
Jun	24.722,2	14.324,1	809,3	8.784,3	4.730,5	3.588,2	1.402,8	600,0	1.585,3	86,7	1.104,8	3.872,7	167,9	1.577,8
Jul	24.900,8	14.439,8	806,2	8.859,0	4.774,5	3.601,4	1.385,1	612,8	1.603,6	86,2	1.107,4	3.956,7	168,2	1.541,1
Ago	24.925,8	14.447,7	800,9	8.874,1	4.772,7	3.583,6	1.361,7	609,5	1.612,4	89,4	1.111,2	3.963,3	168,4	1.562,3
Sep <sup>(p)</sup>	25.370,1	14.609,1	804,1	8.979,5	4.825,5	3.601,3	1.354,4	618,3	1.628,6	88,1	1.132,0	4.105,8	168,9	1.664,9

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
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	1.554,2	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	211,3
Ago	1.529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
Sep <sup>(p)</sup>	1.521,8	607,7	449,2	55,2	16,1	377,8	-	0,1	211,6	33,8	219,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
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	-	12.419,6	148,1	7.322,0	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.158,7
2006 Abr	24.698,8	-	12.615,2	136,8	7.430,4	5.048,0	696,0	4.007,5	1.368,7	3.790,2	2.221,3
May	24.907,2	-	12.709,5	132,5	7.455,3	5.121,8	707,0	4.060,7	1.373,8	3.812,0	2.244,2
Jun	24.722,2	-	12.708,6	138,1	7.512,7	5.057,8	703,3	4.060,8	1.376,2	3.701,3	2.171,9
Jul	24.900,8	-	12.751,2	129,6	7.517,6	5.104,0	713,7	4.095,8	1.395,5	3.779,3	2.165,3
Ago	24.925,8	-	12.723,9	121,1	7.522,0	5.080,8	720,6	4.126,0	1.400,8	3.795,0	2.159,4
Sep <sup>(p)</sup>	25.370,1	-	12.882,8	147,5	7.615,1	5.120,2	727,6	4.163,8	1.404,0	3.901,4	2.290,6

Fuente: BCE.

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

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

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

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro**

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
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	1.710,0
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	1.741,8
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	1.770,8
May	18.782,6	9.535,4	826,9	8.708,5	2.174,2	1.578,8	595,4	821,6	4.279,1	181,4	1.790,8
Jun	18.738,1	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,5	1.573,1	602,4	782,3	4.216,4	182,5	1.766,8
Jul	18.867,6	9.686,2	826,5	8.859,7	2.173,7	1.558,7	614,9	788,2	4.309,3	183,0	1.727,3
Ago	18.884,2	9.696,0	821,2	8.874,7	2.152,4	1.540,7	611,7	787,2	4.312,1	183,2	1.753,4
Sep <sup>(p)</sup>	19.261,1	9.804,6	824,5	8.980,1	2.154,9	1.534,4	620,5	802,2	4.454,3	183,7	1.861,4
<b>Operaciones</b>											
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	450,5	1,4	242,1
2006 I	597,9	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	65,0	206,5	-0,2	31,7
2006 Abr	280,2	98,1	0,7	97,4	12,4	0,2	12,2	52,2	88,6	0,2	28,7
May	116,7	57,0	-10,5	67,4	-8,8	-17,6	8,9	-4,8	54,6	0,3	18,5
Jun	-29,9	80,5	2,6	77,9	9,7	1,8	7,9	-37,9	-57,1	1,1	-26,2
Jul	115,6	72,5	-3,8	76,3	-4,9	-16,9	11,9	2,5	84,2	0,3	-38,9
Ago	22,5	12,4	-5,3	17,7	-23,6	-22,5	-1,1	-3,9	10,8	0,2	26,6
Sep <sup>(p)</sup>	361,9	114,3	6,0	108,3	-1,5	-9,8	8,3	18,6	123,3	0,5	106,7

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
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	7.337,0	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.365,3	22,5
2006 Abr	18.704,2	540,3	182,6	7.447,8	613,1	2.411,4	1.250,7	3.818,6	2.430,7	8,9
May	18.782,6	543,6	167,2	7.474,7	621,6	2.437,0	1.239,3	3.843,2	2.451,3	4,7
Jun	18.738,1	553,7	207,4	7.534,2	616,7	2.455,4	1.243,5	3.731,9	2.381,4	13,8
Jul	18.867,6	562,7	194,3	7.536,9	627,4	2.470,2	1.274,0	3.810,3	2.376,7	15,1
Ago	18.884,2	559,0	184,8	7.537,0	631,2	2.490,5	1.271,8	3.826,7	2.374,2	9,1
Sep <sup>(p)</sup>	19.261,1	563,2	202,7	7.631,2	639,5	2.511,0	1.269,2	3.935,2	2.510,0	-1,0
<b>Operaciones</b>										
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	213,5	88,3	445,0	337,1	-51,0
2006 I	597,9	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	240,6	87,7	34,5
2006 Abr	280,2	8,1	-10,5	116,0	10,1	18,3	-5,8	95,9	52,0	-3,8
May	116,7	3,3	-15,4	29,2	9,9	34,7	-3,0	43,4	12,3	2,3
Jun	-29,9	10,1	41,1	59,6	-5,1	12,0	13,2	-120,0	-47,6	6,7
Jul	115,6	9,0	-13,1	2,8	12,6	16,3	21,0	79,8	-14,1	1,3
Ago	22,5	-3,7	-9,5	0,6	2,9	24,6	-4,4	22,2	-5,9	-4,3
Sep <sup>(p)</sup>	361,9	4,2	17,9	93,4	-1,9	16,6	-0,8	103,1	141,1	-11,7

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

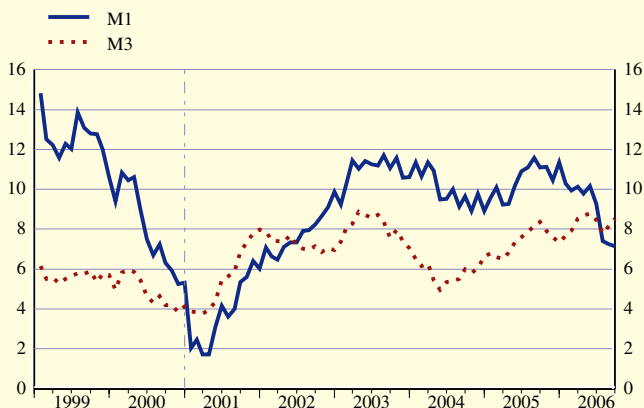
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
									9	10	
Saldos vivos											
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	964,6	6.533,8	-	4.465,3	2.294,6	8.694,9	7.548,8	385,9
2005	3.423,4	2.650,6	6.074,0	993,7	7.067,6	-	5.005,8	2.468,0	9.555,1	8.281,4	455,7
2006 I	3.496,6	2.722,5	6.219,1	1.007,5	7.226,6	-	5.142,0	2.439,1	9.905,6	8.561,6	441,9
2006 Abr	3.507,6	2.762,8	6.270,4	1.013,3	7.283,7	-	5.169,5	2.430,1	10.019,3	8.643,3	446,3
May	3.549,0	2.743,7	6.292,7	1.035,0	7.327,7	-	5.186,5	2.388,4	10.080,7	8.703,8	461,2
Jun	3.564,3	2.779,0	6.343,3	1.028,2	7.371,6	-	5.223,6	2.391,4	10.136,4	8.755,5	481,1
Jul	3.545,9	2.805,4	6.351,3	1.036,4	7.387,6	-	5.281,9	2.378,8	10.247,8	8.836,0	500,9
Ago	3.571,0	2.836,7	6.407,7	1.057,0	7.464,7	-	5.297,8	2.369,4	10.329,4	8.908,0	480,1
Sep <sup>(p)</sup>	3.591,6	2.882,2	6.473,8	1.090,9	7.564,7	-	5.317,2	2.368,7	10.439,3	8.996,6	507,9
Operaciones											
2004	238,6	110,7	349,3	57,7	407,0	-	341,7	54,5	578,1	506,1	166,0
2005	338,6	138,8	477,5	6,5	483,9	-	399,8	90,1	830,0	699,4	7,3
2006 I	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	334,5	267,0	-19,6
2006 Abr	12,8	42,6	55,4	5,7	61,1	-	37,2	-3,4	120,0	86,5	2,7
May	42,5	-17,4	25,1	25,5	50,6	-	31,7	-35,0	70,7	64,2	19,7
Jun	15,0	34,7	49,7	-3,3	46,4	-	37,1	10,4	59,4	53,1	34,1
Jul	-18,4	26,5	8,1	11,3	19,3	-	49,1	-15,8	108,9	82,2	9,7
Ago	25,0	31,9	56,9	20,1	76,9	-	17,8	-13,9	83,6	74,5	-18,6
Sep <sup>(p)</sup>	19,8	44,5	64,2	25,2	89,5	-	16,6	-1,4	115,9	91,5	14,3
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	7,3
2006 Mar	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	1,9	11,5	10,9	-6,2
2006 Abr	9,8	8,9	9,3	5,1	8,7	8,7	8,8	1,2	11,8	11,4	-17,1
May	10,2	8,0	9,1	6,7	8,8	8,6	8,9	0,3	11,8	11,4	37,0
Jun	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,5	11,0	-1,8
Jul	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,7	-0,7	11,8	11,1	2,8
Ago	7,2	9,8	8,4	7,0	8,2	8,2	8,4	-1,5	11,9	11,3	-10,6
Sep <sup>(p)</sup>	7,1	10,0	8,4	9,6	8,5	.	8,1	-1,6	12,2	11,4	29,9

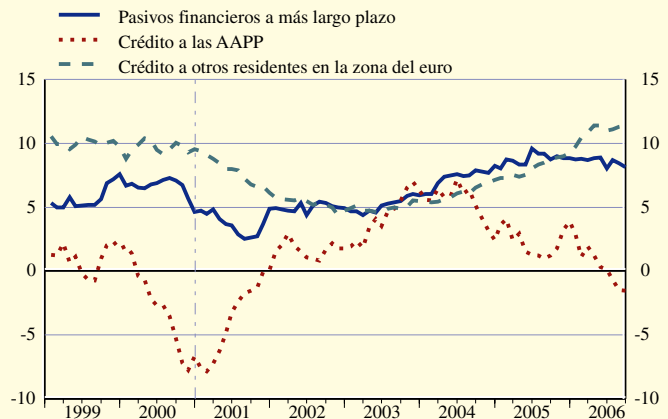
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- 1) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3: véase el Glosario).
- 2) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

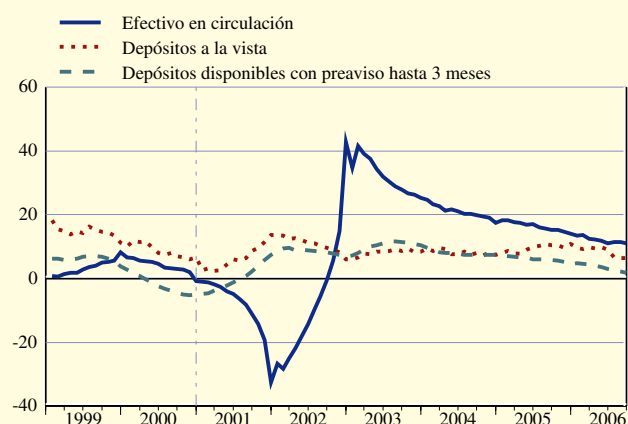
### 2.3 Estadísticas monetarias

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

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

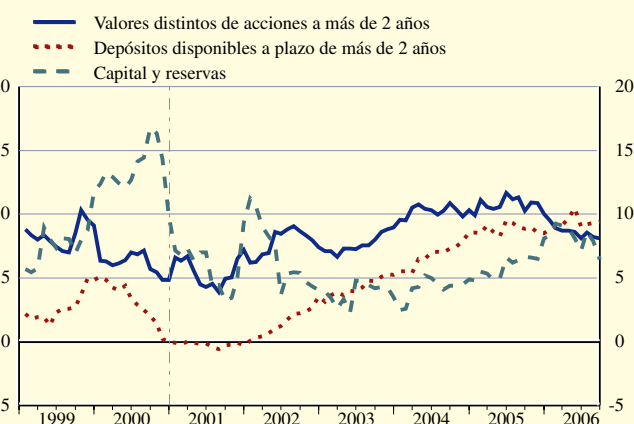
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	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	1.542,7	236,6	630,8	126,2	2.203,9	87,0	1.515,3	1.199,6
2006 I	535,5	2.961,1	1.159,3	1.563,3	240,9	603,5	163,1	2.240,0	88,4	1.559,7	1.253,8
2006 Abr	540,6	2.967,1	1.199,2	1.563,6	243,8	605,6	163,9	2.248,4	89,2	1.576,1	1.255,8
May	544,6	3.004,3	1.174,6	1.569,1	248,0	613,3	173,7	2.259,0	90,8	1.590,8	1.246,0
Jun	547,8	3.016,6	1.215,6	1.563,4	247,3	619,1	161,8	2.290,5	92,2	1.601,0	1.239,9
Jul	552,3	2.993,6	1.242,7	1.562,7	252,5	623,5	160,4	2.304,6	93,8	1.611,2	1.272,3
Ago	558,7	3.012,3	1.270,0	1.566,7	255,3	622,8	178,9	2.314,4	95,7	1.617,5	1.270,2
Sep <sup>(p)</sup>	563,4	3.028,2	1.314,6	1.567,6	269,3	641,2	180,4	2.328,4	97,7	1.627,1	1.264,0
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	20,8	4,3	-5,6	30,1	39,9	1,4	34,8	26,7
2006 Abr	5,0	7,8	42,1	0,4	3,0	2,2	0,4	18,4	0,8	17,4	0,6
May	4,1	38,4	-23,0	5,6	3,4	9,1	12,9	16,5	1,5	14,9	-1,3
Jun	3,1	11,9	40,5	-5,7	0,7	5,7	-9,8	23,1	1,4	9,7	2,8
Jul	4,5	-22,9	27,2	-0,7	5,2	6,1	-0,1	14,3	1,6	10,3	22,9
Ago	6,4	18,6	27,8	4,1	2,8	-1,6	18,8	13,8	1,9	6,4	-4,3
Sep <sup>(p)</sup>	4,7	15,1	43,6	0,9	14,0	8,1	3,1	8,5	2,0	10,6	-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	43,5	8,7	-3,2	9,1	9,1
2006 Abr	12,2	9,4	16,0	4,0	10,4	-1,1	26,4	8,7	-2,4	9,7	8,9
May	11,9	9,9	14,6	3,6	6,8	-0,7	45,5	8,6	-0,5	10,4	8,1
Jun	11,1	8,9	17,2	3,0	2,6	0,8	30,5	8,1	1,6	9,0	7,2
Jul	11,5	6,7	19,0	2,5	4,7	0,8	29,7	8,6	4,1	9,2	8,7
Ago	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,6	42,6	8,2	7,1	9,3	7,8
Sep <sup>(p)</sup>	11,0	6,4	21,6	1,8	12,2	1,3	45,6	8,1	10,7	9,4	6,5

#### 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 IFM<sup>1)</sup>

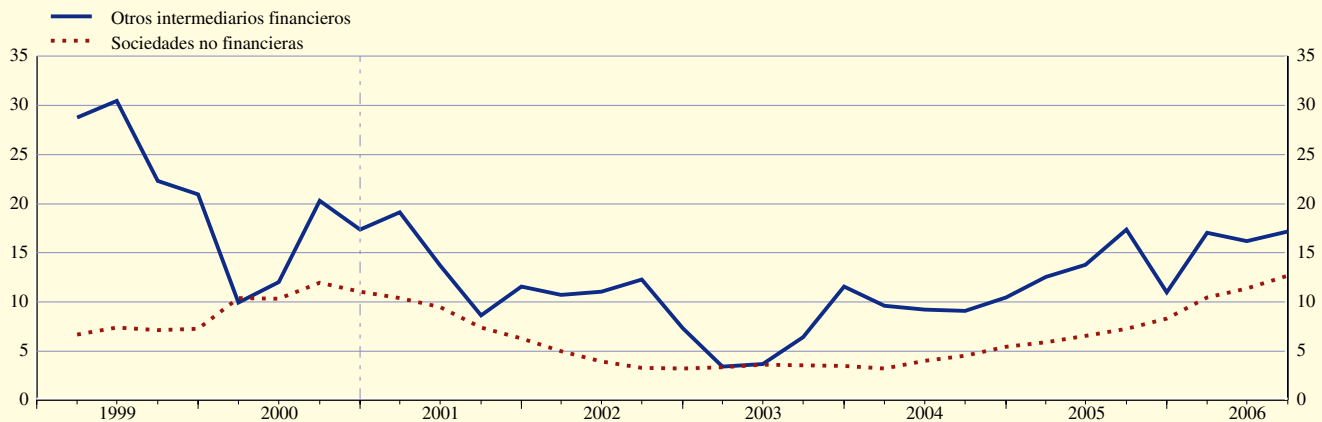
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>		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
<b>Saldos vivos</b>								
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	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	651,0	1.890,4
Jul	90,1	64,4	667,0	407,8	3.685,5	1.110,7	668,0	1.906,8
Ago	86,7	61,3	678,6	415,9	3.679,0	1.086,4	670,8	1.921,8
Sep <sup>(p)</sup>	89,5	63,4	699,4	436,6	3.729,9	1.108,2	682,6	1.939,1
<b>Operaciones</b>								
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	-2,1	-9,0	-14,1	45,2	20,5	6,9	17,8
Jul	5,5	4,9	-4,9	-9,6	44,1	12,3	16,1	15,6
Ago	-3,4	-3,2	11,8	8,2	-4,9	-24,0	3,7	15,4
Sep <sup>(p)</sup>	2,8	2,1	22,4	20,6	51,1	21,9	11,8	17,4
<b>Tasas de crecimiento</b>								
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	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,3
Jul	41,2	49,4	15,6	16,5	11,8	9,2	18,4	11,1
Ago	34,3	43,9	19,3	21,9	12,0	9,2	19,5	11,2
Sep <sup>(p)</sup>	37,1	48,6	17,2	19,1	12,7	10,5	20,6	11,4

## 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 IFM<sup>1)</sup>

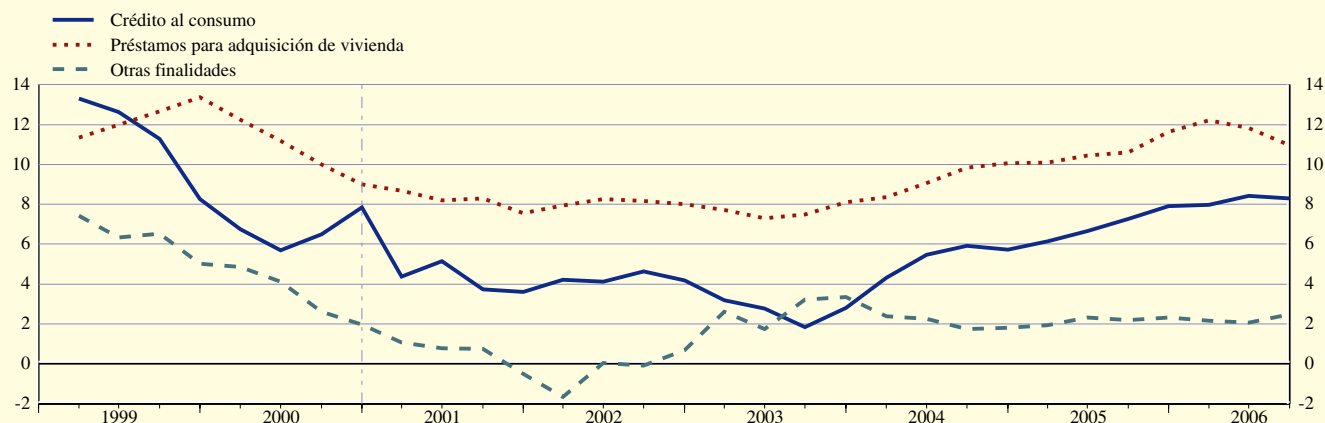
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
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	4.386,2	576,1	130,6	205,5	240,0	3.081,7	15,8	70,0	2.995,8	728,4	150,7	98,3	479,4
Jul	4.416,4	579,6	131,3	206,0	242,3	3.110,4	15,8	70,4	3.024,2	726,4	146,8	98,5	481,1
Ago	4.429,8	580,1	130,2	205,5	244,4	3.124,7	15,8	70,5	3.038,4	725,0	145,5	98,5	480,9
Sep <sup>(p)</sup>	4.460,7	582,7	131,0	206,4	245,3	3.149,3	16,5	70,9	3.061,9	728,6	146,9	99,2	482,5
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	43,9	7,3	1,6	0,7	5,0	28,6	0,8	1,5	26,3	8,0	6,1	0,9	1,0
Jul	31,7	3,9	0,7	0,5	2,6	29,2	0,0	0,5	28,8	-1,4	-3,8	0,1	2,2
Ago	14,2	0,5	-0,8	-0,5	1,8	14,4	0,0	0,1	14,3	-0,6	-1,4	0,2	0,6
Sep <sup>(p)</sup>	32,0	4,3	1,0	1,0	2,2	24,8	0,7	0,4	23,7	2,9	1,4	0,7	0,9
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	8,4	6,3	4,8	13,1	11,8	7,9	8,0	12,0	2,1	0,8	2,4	2,4
Jul	9,5	8,7	8,5	4,0	13,1	11,4	7,6	7,9	11,6	2,3	1,3	2,4	2,6
Ago	9,2	8,4	6,9	4,0	13,2	11,1	9,2	7,4	11,2	2,3	1,4	2,5	2,5
Sep <sup>(p)</sup>	9,1	8,3	5,7	4,2	13,5	11,0	10,1	7,4	11,1	2,5	1,4	3,3	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 IFM<sup>1)</sup>

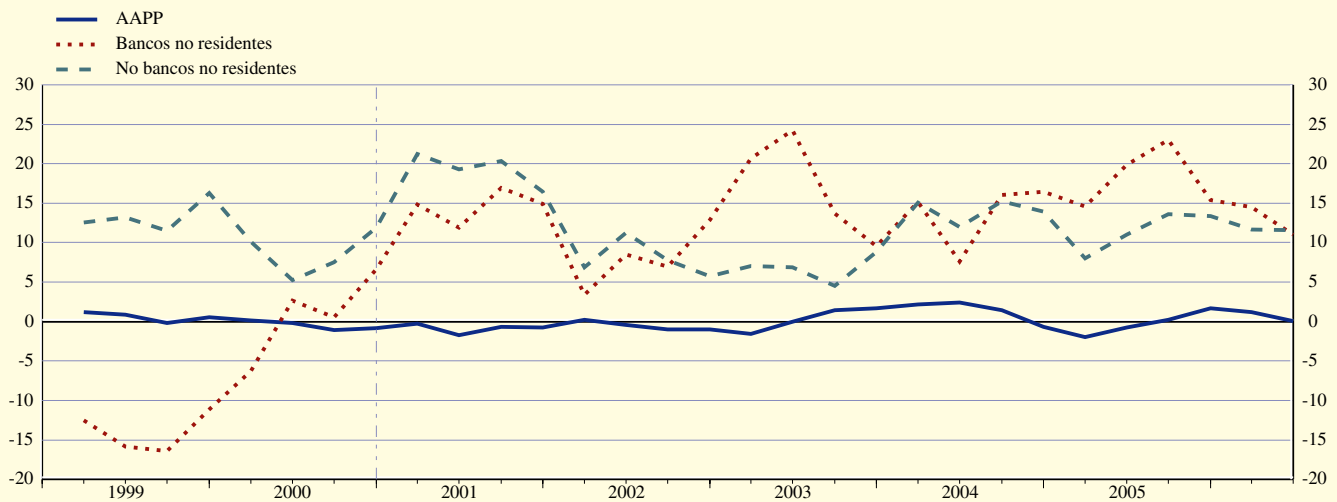
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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	2.485,0	1.723,4	761,6	66,0	695,6
2006 I	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,6	1.822,9	771,7	62,9	708,8
II <sup>(p)</sup>	809,3	107,1	234,5	438,2	29,2	2.611,2	1.840,6	770,5	62,9	707,7
<b>Operaciones</b>										
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	209,2	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 <sup>(p)</sup>	-6,8	-11,2	-6,4	10,5	0,1	56,3	42,3	14,0	0,0	14,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 <sup>(p)</sup>	0,1	-13,5	-6,3	7,9	2,4	11,2	11,0	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 IFM<sup>1)</sup>

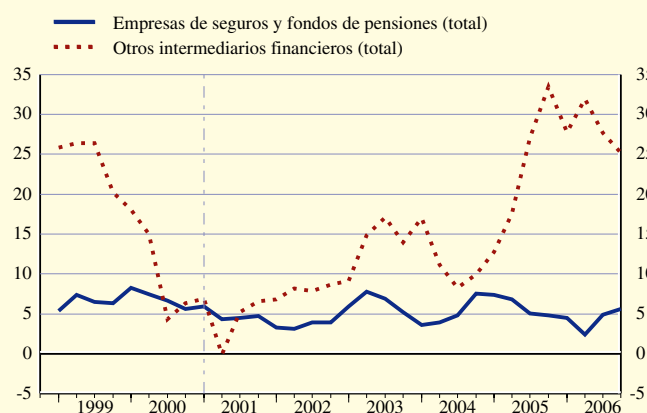
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros<sup>2)</sup>

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
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	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.048,2	278,1	213,3	407,0	10,8	0,2	138,8
Jul	633,0	65,3	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	636,6	61,6	52,0	491,9	1,0	1,4	28,7	1.037,9	257,6	215,0	416,2	9,4	0,2	139,4
Sep <sup>(p)</sup>	637,4	66,7	51,3	492,7	1,0	1,4	24,4	1.083,8	272,2	236,2	421,0	10,2	0,3	144,0
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	4,5	2,3	2,0	3,7	0,0	0,0	-3,4	12,4	4,4	6,5	9,4	-0,8	0,0	-7,0
Jul	7,3	-3,3	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-10,7	-14,6	-0,3	8,5	-1,0	0,0	-3,4
Ago	3,6	-3,7	0,1	3,3	0,0	0,0	3,8	0,1	-6,4	2,1	0,9	-0,4	0,0	4,1
Sep <sup>(p)</sup>	0,8	5,0	-0,7	0,8	0,0	0,0	-4,3	45,0	14,4	20,9	4,5	0,7	0,1	4,5
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	12,6	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	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,7	18,2	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	37,0	43,2	-14,4	-	-3,5
Ago	5,2	3,9	1,3	5,5	-8,2	-3,5	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5
Sep <sup>(p)</sup>	5,6	10,8	0,1	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,2	7,9	39,5	41,0	-3,2	-	7,3

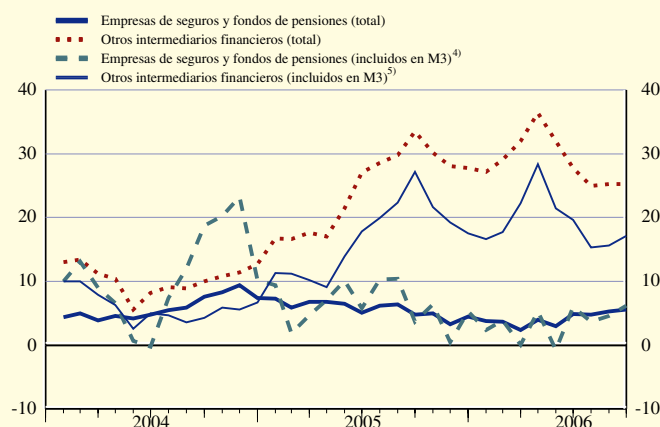
### C8 Depósitos totales por sector

(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 IFM<sup>1)</sup>

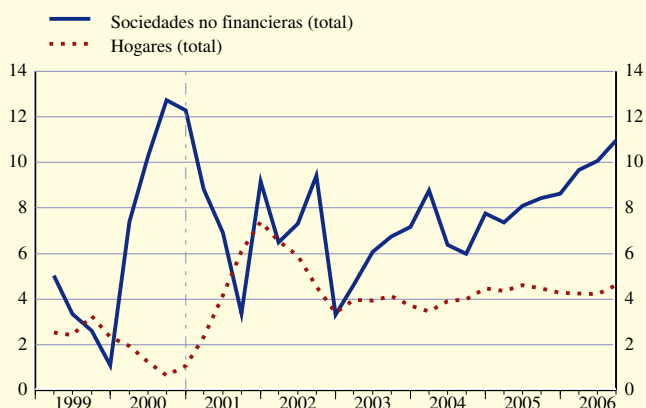
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares<sup>2)</sup>

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
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	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006 I	1.199,9	745,5	313,0	71,9	46,7	1,2	21,6	4.355,8	1.673,8	549,3	623,6	1.367,7	86,3	55,1
2006 Abr	1.212,2	751,3	319,8	72,5	45,8	1,3	21,4	4.384,9	1.703,9	552,7	621,1	1.366,6	86,5	54,1
May	1.230,4	772,4	314,2	72,7	45,5	1,4	24,3	4.390,3	1.702,1	560,5	619,0	1.364,3	87,7	56,6
Jun	1.236,7	783,6	313,1	73,2	43,6	1,2	22,0	4.423,0	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
Jul	1.231,1	775,3	315,8	72,4	42,8	1,3	23,5	4.434,7	1.718,3	587,3	614,0	1.361,9	90,2	63,0
Ago	1.242,7	769,9	330,3	72,4	43,1	1,3	25,7	4.421,8	1.686,7	602,9	612,8	1.360,8	91,7	66,9
Sep <sup>(p)</sup>	1.269,8	790,3	334,6	74,0	43,8	1,3	25,8	4.438,7	1.702,9	613,6	608,8	1.355,5	93,0	64,8
<b>Operaciones</b>														
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	-8,1	13,9	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	-2,4	-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	-2,2	1,2	2,5
Jun	5,6	11,1	-1,4	0,2	-1,9	-0,1	-2,3	32,5	23,5	8,7	-2,5	-0,4	1,3	1,9
Jul	-5,5	-8,3	2,8	-0,8	-0,8	0,0	1,5	11,8	-7,3	18,0	-2,5	-2,0	1,1	4,5
Ago	12,1	-5,2	14,8	0,1	0,3	0,0	2,2	-12,6	-31,5	15,8	-1,2	-1,1	1,5	3,9
Sep <sup>(p)</sup>	26,2	20,0	3,9	1,5	0,7	0,0	0,2	17,9	16,1	10,4	-2,6	-5,3	1,3	-2,1
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	3,1	-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	7,9	-20,7	10,9	4,2	6,9	9,0	-2,1	2,5	-0,1	8,7
Jun	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
Jul	9,4	8,1	14,4	8,8	1,0	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,7	1,8	4,4	17,5
Ago	9,9	7,9	16,2	9,0	2,7	1,9	13,6	4,4	4,8	17,0	-2,9	1,5	7,3	22,9
Sep <sup>(p)</sup>	11,0	10,1	13,8	14,9	-0,5	4,1	13,9	4,6	4,8	19,1	-2,8	1,1	10,8	25,7

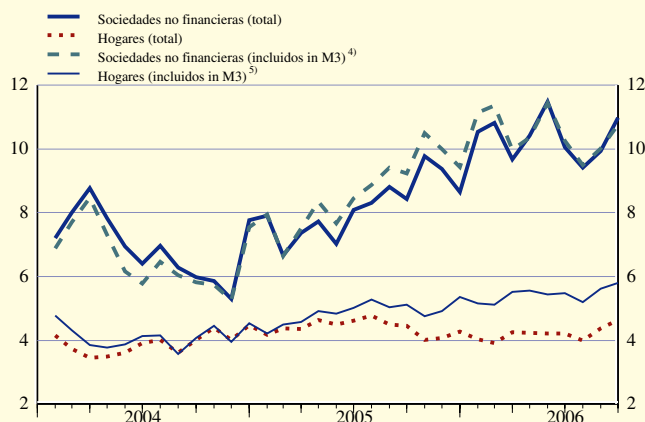
### C10 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



### C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

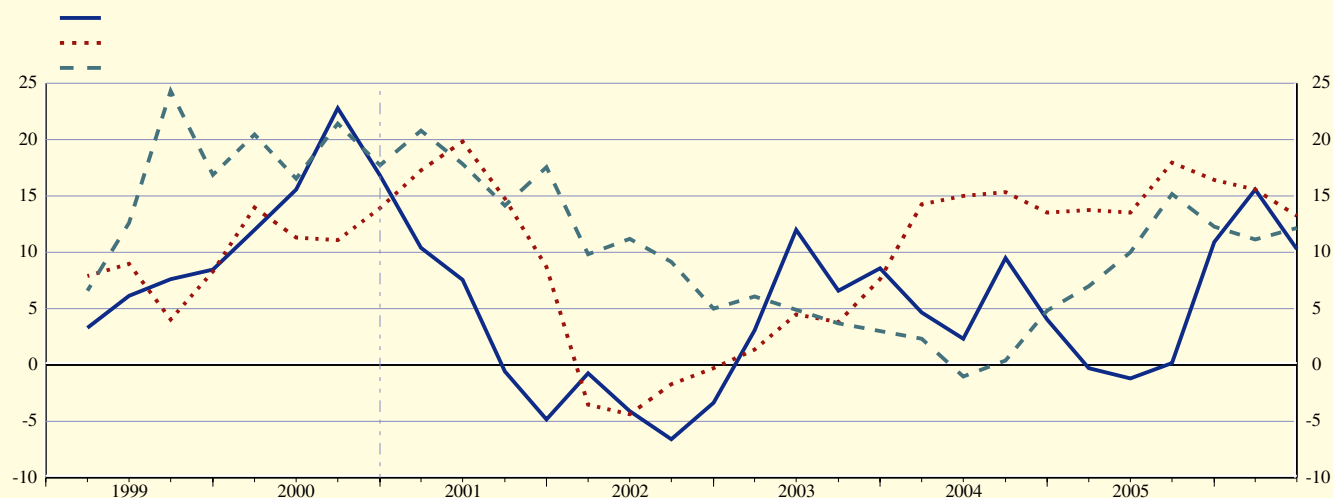
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7			
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	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,3	831,5	128,2	703,3
II <sup>(p)</sup>	317,2	138,1	39,6	82,5	57,0	3.202,9	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	210,4	171,8	39,5	2,4	37,1
II <sup>(p)</sup>	6,0	-9,1	1,6	5,5	8,1	7,9	3,8	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	14,3	15,6	11,1	21,6	9,3
Jun <sup>(p)</sup>	10,3	2,7	13,1	18,6	17,8	12,9	13,3	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.

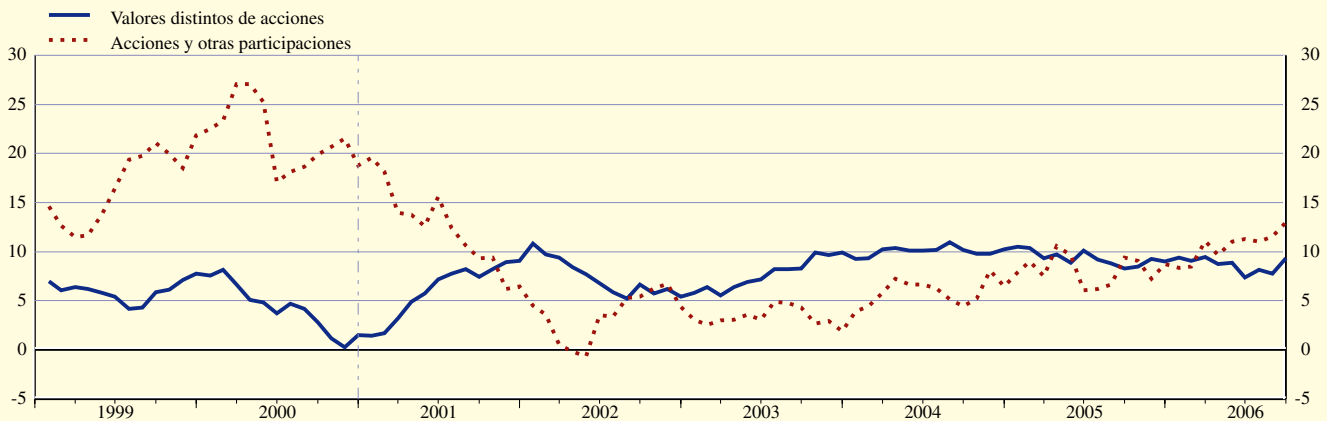
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
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	4.434,7	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	936,2	1.256,4	308,5	698,4	249,4
2006 I	4.567,1	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	982,2	1.364,4	323,6	768,7	272,1
2006 Abr	4.581,8	1.506,1	71,0	1.418,0	16,6	555,1	29,6	985,3	1.421,5	331,9	819,3	270,4
May	4.597,5	1.535,0	68,4	1.391,1	16,4	564,4	28,7	993,5	1.425,6	347,4	809,6	268,6
Jun	4.584,6	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,7	27,4	996,4	1.368,6	334,5	770,3	263,8
Jul	4.629,7	1.533,9	69,6	1.367,9	17,2	584,5	28,3	1.028,3	1.372,2	331,1	776,3	264,8
Ago	4.624,1	1.544,6	67,7	1.344,8	17,0	580,6	28,9	1.040,5	1.381,9	336,0	775,2	270,7
Sep <sup>(p)</sup>	4.682,7	1.559,1	69,5	1.337,7	16,7	589,4	28,9	1.081,4	1.414,5	341,9	790,2	282,4
<b>Operaciones</b>												
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	143,1	101,3	26,9	48,7	25,8
2006 I	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	60,0	91,2	10,7	64,3	16,1
2006 Abr	35,8	5,1	2,8	-1,7	0,3	10,5	1,6	17,1	57,8	8,2	51,2	-1,6
May	25,0	25,9	-2,0	-20,2	0,0	9,4	-0,5	12,5	12,2	16,5	-4,8	0,5
Jun	-7,3	-15,9	-2,8	1,4	0,7	9,3	-1,4	1,5	-53,3	-11,3	-37,9	-4,1
Jul	42,1	13,3	3,7	-19,5	-0,1	11,2	0,9	32,4	-2,2	-4,0	2,6	-0,8
Ago	-8,1	10,0	-1,8	-27,0	-0,1	-1,8	0,7	11,9	4,3	3,7	-3,7	4,4
Sep <sup>(p)</sup>	50,2	19,4	1,4	-9,9	-0,5	8,4	-0,2	31,5	31,0	2,4	18,7	10,0
<b>Tasas de crecimiento</b>												
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	8,8	0,5	-9,8	16,6	64,6	20,2	9,7	6,9	12,1	6,0
May	8,9	9,0	5,1	-0,4	-7,8	17,3	52,9	18,8	11,0	11,1	12,0	8,3
Jun	7,4	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	17,4	11,3	12,6	11,5	9,0
Jul	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,0	10,2	12,9	6,8
Ago	7,8	7,1	3,6	-3,5	7,2	20,4	46,3	19,5	11,6	12,1	12,3	8,7
Sep <sup>(p)</sup>	9,3	8,7	5,8	-3,6	1,8	21,8	51,4	23,4	13,0	12,7	13,3	12,6

## 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 IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

### 1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares<sup>2)</sup>

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

### 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	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Sep <sup>(p)</sup>	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-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	-3,5	0,3	0,1	-2,2	0,1	-1,0	0,0	-0,8	-3,4	-1,3	-1,4	-0,7
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	3,6	0,6	0,0	1,6	0,0	0,2	0,0	1,3	4,6	0,7	2,4	1,5
Sep <sup>(p)</sup>	4,8	0,8	0,0	2,7	0,0	0,5	0,0	0,8	3,9	0,9	1,2	1,8

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 IFM<sup>1)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	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	7.470,1	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
II <sup>(p)</sup>	5.057,8	90,3	9,7	5,8	0,4	1,5	1,5	7.650,8	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	4.273,7	81,2	18,8	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 IFM<sup>1)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	4.730,5	-	-	-	-	-	9.593,6	96,4	3,6	1,6	0,2	1,2	0,5	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
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	1.723,4	48,5	51,5	30,6	4,3	2,0	10,1	761,6	38,2	61,8	43,6	1,8	4,2	8,6
2006 I	1.822,9	49,6	50,4	30,4	3,8	2,4	9,2	771,7	39,0	61,0	44,0	1,7	3,9	7,8
II <sup>(p)</sup>	1.840,6	49,9	50,1	29,5	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 <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
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	395,5	49,4	50,6	29,7	0,8	0,6	15,9	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 I	422,4	51,0	49,0	28,2	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
II <sup>(p)</sup>	440,0	52,1	47,9	27,8	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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 I	4.058,4	288,2	1.692,1	79,3	1.612,8	1.320,2	376,0	163,1	218,7
II	4.313,4	296,4	1.783,0	91,5	1.691,5	1.399,9	417,5	167,6	249,0
III	4.631,2	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,1
IV	4.789,2	291,4	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,4
2006 I	5.197,1	315,9	1.905,2	139,8	1.765,3	1.896,3	569,2	177,3	333,3
II <sup>(p)</sup>	5.135,4	316,4	1.908,1	145,2	1.762,9	1.775,8	601,8	180,3	352,9

### 2. Pasivo

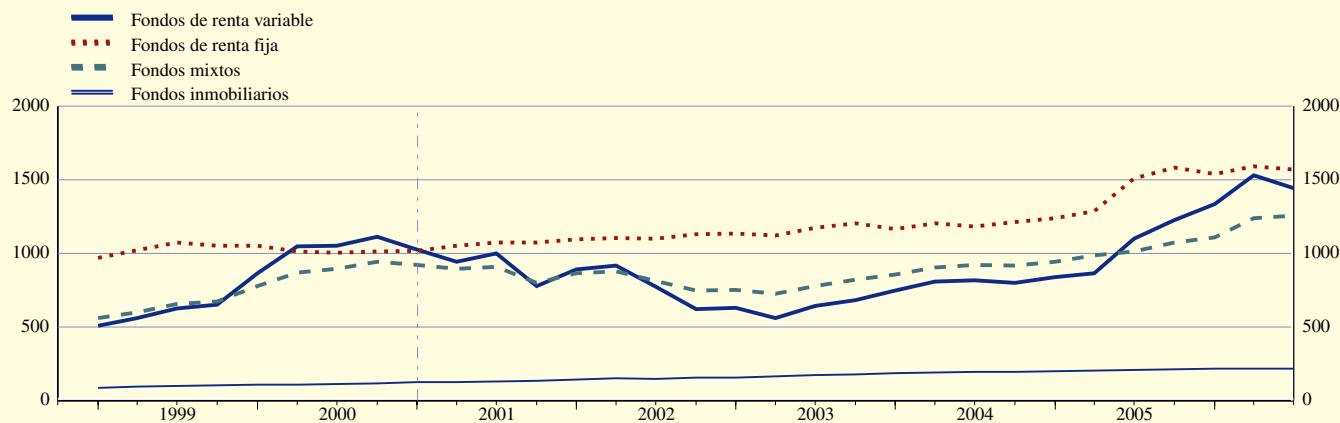
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2005 I	4.058,4	61,6	3.798,0	198,8
II	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II <sup>(p)</sup>	5.135,4	76,4	4.787,2	271,8

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005 I	4.058,4	864,6	1.285,8	984,4	201,1	722,5	3.041,3	1.017,0
II	4.313,4	1.097,2	1.510,2	1.011,1	207,1	487,9	3.245,6	1.067,9
III	4.631,2	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,2	3.507,5	1.123,8
IV	4.789,2	1.335,8	1.538,0	1.109,2	216,2	590,0	3.659,1	1.130,1
2006 I	5.197,1	1.530,3	1.592,6	1.238,8	214,0	621,5	3.996,6	1.200,5
II <sup>(p)</sup>	5.135,4	1.442,1	1.569,8	1.255,8	217,4	650,2	3.911,3	1.224,1

## C14 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondos de renta variable</b>									
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	1.530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
II <sup>(p)</sup>	1.442,1	52,1	51,4	6,5	44,9	1.220,4	69,7	-	48,6
<b>Fondos de renta fija</b>									
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	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
II <sup>(p)</sup>	1.569,8	106,5	1.264,6	87,3	1.177,3	38,5	48,2	-	112,1
<b>Fondos mixtos</b>									
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	1.238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
II <sup>(p)</sup>	1.255,8	71,8	483,8	40,3	443,6	318,2	253,4	0,2	128,4
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
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	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 I	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
II <sup>(p)</sup>	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9

### 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
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2005 I	3.041,3	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,1
II	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,7	144,8	207,2
III	3.507,5	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,3
IV	3.659,1	242,8	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,7
2006 I	3.996,6	263,2	1.334,2	1.549,4	427,4	150,2	272,2
II <sup>(p)</sup>	3.911,3	256,7	1.321,1	1.448,1	452,9	151,2	281,2
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
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	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II <sup>(p)</sup>	1.224,1	59,7	587,0	327,7	148,9	29,1	71,7

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

### 3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de no IFM en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo 3	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 9	Depósitos en las no IFM 10		
				Total 4	A la vista 5	A plazo 6	Con preaviso 7			Cesiones temporales 8	
Saldos vivos											
2005 I	16.977,4	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	17.426,5	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	17.775,6	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	18.218,0	6.730,1	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	358,8	369,2
2006 I	18.710,2	6.751,8	459,7	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	365,3	376,9
II	18.641,8	6.906,1	478,9	5.859,2	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	360,6	373,9
Operaciones											
2005 I	146,3	13,3	-2,6	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-5,1	26,7
II	303,8	163,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,4	-9,5
III	95,0	0,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,1	14,2
IV	297,3	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-6,7
2006 I	154,1	24,2	-5,8	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	6,3	4,6
II	310,8	159,9	19,2	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-4,7	-3,4
Tasas de crecimiento											
2005 I	4,7	5,7	16,5	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	5,6	5,1
II	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,5	3,5
III	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	4,3
IV	5,0	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	7,1	7,4
2006 I	5,0	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,8	0,7
II	4,9	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	2,4

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>b)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total 12	A corto plazo 13	A largo plazo 14	Total 15	Acciones cotizadas 16	Participaciones en fondos de inversión 17	Participaciones en fondos del mercado monetario 18	Total 19	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones 20	Reservas para primas y reservas para siniestros 21
Saldos vivos										
2005 I	1.963,1	229,8	1.733,4	4.333,5	2.304,9	2.028,6	411,2	4.322,8	3.931,4	391,4
II	2.010,8	238,1	1.772,6	4.456,0	2.370,9	2.085,0	408,5	4.431,2	4.036,5	394,7
III	2.002,3	234,5	1.767,8	4.716,3	2.550,9	2.165,3	409,5	4.528,1	4.129,0	399,1
IV	1.992,3	220,1	1.772,2	4.851,2	2.677,6	2.173,6	399,6	4.644,3	4.242,5	401,8
2006 I	2.060,7	254,5	1.806,2	5.159,5	2.940,1	2.219,3	381,1	4.738,3	4.330,2	408,0
II	2.089,7	258,2	1.831,6	4.992,3	2.847,8	2.144,5	379,5	4.653,7	4.244,6	409,1
Operaciones										
2005 I	19,8	-5,7	25,5	36,8	3,0	33,8	6,4	76,4	67,5	8,9
II	29,6	9,6	20,0	36,7	20,2	16,5	-1,0	73,9	70,3	3,6
III	-5,2	2,5	-7,7	24,7	-7,9	32,6	2,9	75,0	70,7	4,4
IV	5,6	-14,5	20,1	6,1	7,3	-1,2	-8,6	81,5	78,8	2,7
2006 I	68,2	34,1	34,1	-32,3	-47,3	15,0	5,1	94,0	87,1	6,9
II	40,7	6,0	34,7	41,1	45,3	-4,2	-2,7	69,0	68,0	1,1
Tasas de crecimiento										
2005 I	3,9	15,8	2,6	1,4	1,1	1,8	-3,3	6,8	6,9	5,7
II	3,5	8,2	3,0	0,7	-0,9	2,4	-3,4	7,0	7,2	5,4
III	2,6	5,7	2,2	0,9	-1,7	3,6	-1,9	7,2	7,4	5,5
IV	2,5	-3,4	3,3	2,5	1,0	4,1	-0,1	7,3	7,5	5,1
2006 I	5,0	13,8	3,8	0,8	-1,2	3,1	-0,4	7,5	7,8	4,5
II	5,4	11,8	4,6	0,9	-0,1	2,0	-0,8	7,2	7,5	3,8

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)

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>1)</sup>				
			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	
<b>Saldos vivos</b>													
2005 I	18.251,8	9.030,9	7.877,9	925,3	77,4	847,9	3.811,7	1.190,4	2.621,3	4.293,9	292,2	4.001,8	451,3
II	18.805,1	9.246,5	8.110,3	926,7	82,2	844,5	3.907,7	1.239,2	2.668,5	4.412,0	302,7	4.109,3	518,3
III	19.266,9	9.377,0	8.240,1	930,9	87,5	843,4	3.943,1	1.226,4	2.716,7	4.503,0	300,2	4.202,8	527,8
IV	19.525,3	9.600,9	8.450,6	937,8	79,8	858,1	4.044,7	1.266,8	2.777,9	4.618,4	306,7	4.311,7	586,0
2006 I	20.155,4	9.824,3	8.645,3	932,7	86,7	846,0	4.181,0	1.286,5	2.894,5	4.710,6	302,7	4.407,9	648,1
II	20.092,5	9.912,8	8.856,2	861,4	86,2	775,2	4.233,1	1.305,8	2.927,3	4.818,4	312,3	4.506,1	694,5
<b>Operaciones</b>													
2005 I	235,6	101,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	43,1	5,8	37,3	64,9	0,7	64,2	7,6
II	342,0	199,1	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,6	39,3	45,3	113,7	10,4	103,2	60,9
III	207,4	131,0	133,4	4,5	5,3	-0,9	33,4	-16,6	50,0	93,1	-2,5	95,6	23,4
IV	281,6	268,2	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,5	45,6	85,9	122,2	6,7	115,6	53,9
2006 I	302,4	204,7	176,8	-5,0	6,9	-11,9	120,8	21,7	99,1	88,8	-2,3	91,1	56,7
II	325,8	240,1	218,8	-7,9	-0,2	-7,7	134,1	47,2	86,8	113,9	9,8	104,0	59,8
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2005 I	4,5	5,7	6,0	-1,9	-10,1	-1,0	4,8	3,1	5,6	8,3	3,9	8,7	1,7
II	4,8	6,2	6,6	-0,8	-10,1	0,2	5,2	4,8	5,3	8,7	4,9	9,0	16,7
III	5,1	6,6	7,1	0,2	-2,8	0,5	5,8	4,4	6,5	8,8	5,0	9,1	21,9
IV	6,0	7,8	8,2	1,5	-0,9	1,7	7,7	6,2	8,4	9,3	5,2	9,6	33,5
2006 I	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,7	4,2	10,1	43,2
II	5,9	9,1	9,3	0,7	5,6	0,2	10,7	7,9	12,1	9,5	3,9	9,9	37,4

	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	
<b>Saldos vivos</b>										
2005 I	5.499,4	4.834,2	602,4	4.231,8	665,2	237,0	428,2	3.138,6	279,1	303,7
II	5.714,5	5.032,5	625,7	4.406,8	682,0	246,0	436,0	3.243,6	293,6	307,0
III	5.703,2	5.026,3	611,8	4.414,5	676,8	239,1	437,7	3.580,2	296,1	310,5
IV	5.623,4	4.960,3	587,6	4.372,7	663,1	233,9	429,2	3.675,5	311,7	313,8
2006 I	5.611,5	4.943,6	597,1	4.346,5	668,0	245,8	422,2	4.082,8	319,6	317,1
II	5.605,2	4.921,3	610,7	4.310,7	683,9	250,5	433,4	3.940,1	314,1	320,2
<b>Operaciones</b>										
2005 I	135,6	125,6	11,1	114,5	10,0	15,3	-5,4	4,7	-9,3	2,8
II	123,6	112,9	24,5	88,4	10,7	9,0	1,8	1,4	14,5	3,3
III	-8,8	-4,1	-13,7	9,6	-4,8	-7,0	2,3	79,3	2,6	3,4
IV	-24,7	-19,7	-24,4	4,7	-5,0	-5,2	0,2	20,5	14,4	3,3
2006 I	89,0	79,0	9,7	69,3	10,0	12,1	-2,1	-2,5	7,9	3,3
II	69,9	47,2	13,1	34,1	22,7	4,6	18,1	18,2	-5,4	3,1
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2005 I	4,8	4,8	1,4	5,3	5,0	8,3	3,3	0,5	4,6	4,5
II	4,8	5,1	1,9	5,5	3,1	5,8	1,7	0,5	7,1	4,5
III	3,7	4,0	-0,4	4,7	1,1	4,3	-0,6	3,2	5,3	4,5
IV	4,2	4,5	-0,4	5,3	1,7	5,5	-0,3	3,6	7,7	4,2
2006 I	3,3	3,5	-0,6	4,1	1,6	3,7	0,5	3,1	14,1	4,4
II	2,2	2,0	-2,4	2,7	3,4	1,8	4,2	3,6	6,6	4,2

Fuente: BCE.

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

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

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2005 I	4.373,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	364,7	63,1	301,6	1.765,1	82,3	1.682,9
II	4.509,3	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	360,4	64,7	295,7	1.829,9	83,8	1.746,0
III	4.682,9	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	367,1	70,6	296,6	1.874,9	81,8	1.793,1
IV	4.769,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	370,6	76,6	294,0	1.898,1	84,3	1.813,8
2006 I	4.917,7	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	383,5	81,0	302,5	1.917,4	88,1	1.829,3
II	4.919,0	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	383,6	82,0	301,6	1.930,6	88,7	1.842,0
Operaciones												
2005 I	83,8	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-2,4	0,9	-3,3	45,0	-1,8	46,8
II	58,8	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,6	1,6	-6,2	34,2	0,6	33,6
III	82,1	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,2	1,3	0,8	35,8	-2,0	37,8
IV	71,4	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,3	5,6	-4,3	41,4	1,8	39,5
2006 I	91,5	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	12,9	4,4	8,5	39,6	3,1	36,5
II	66,7	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	0,8	1,2	-0,4	25,4	-1,0	26,5
Tasas de crecimiento												
2005 I	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-1,2	1,1	-1,7	9,6	6,9	9,7
II	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-2,0	2,4	-2,9	9,6	6,0	9,8
III	7,0	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-1,2	5,0	-2,5	9,7	3,0	10,0
IV	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-1,0	15,0	-4,3	9,1	-1,6	9,6
2006 I	6,9	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	3,2	20,4	-0,3	8,6	4,3	8,8
II	6,9	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,8	19,2	1,6	7,8	2,3	8,0

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones <sup>1)</sup>				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			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
Saldos vivos														
2005 I	1.517,3	725,9	791,4	67,0	129,7	4.536,1	90,1	58,2	21,5	220,3	4.204,3	3.587,3	617,0	
II	1.591,4	758,1	833,3	87,0	131,9	4.654,9	92,8	63,8	21,6	223,3	4.317,2	3.702,7	614,5	
III	1.703,8	830,5	873,3	87,8	134,3	4.782,1	92,4	65,2	22,2	251,2	4.416,2	3.793,8	622,4	
IV	1.751,6	853,1	898,5	80,6	136,3	4.904,0	64,9	64,6	22,2	285,9	4.530,9	3.901,8	629,0	
2006 I	1.864,9	911,3	953,6	79,7	138,9	5.029,0	82,4	81,9	22,1	298,7	4.625,8	3.987,1	638,7	
II	1.837,6	879,0	958,7	84,1	141,3	5.053,9	85,3	84,7	22,0	272,5	4.674,1	4.032,0	642,1	
Operaciones														
2005 I	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,4	85,6	9,7	8,6	0,6	0,0	75,3	62,7	12,7	
II	29,1	4,5	24,6	6,6	2,0	75,7	2,8	5,5	0,0	0,5	72,4	68,5	4,0	
III	34,5	16,9	17,6	0,9	2,4	78,0	-0,4	1,4	0,5	1,1	76,8	68,9	7,9	
IV	18,6	-4,8	23,4	-8,1	1,4	85,9	-0,5	-0,6	0,1	4,0	82,3	76,7	5,6	
2006 I	34,6	0,8	33,7	-0,8	3,8	112,8	17,3	17,1	0,0	0,1	95,4	84,6	10,9	
II	24,2	6,1	18,1	3,4	3,3	76,6	3,0	2,8	0,0	0,1	73,5	70,1	3,4	
Tasas de crecimiento														
2005 I	3,5	2,0	4,8	6,2	4,2	6,3	5,4	23,7	-6,1	1,2	6,6	6,9	4,9	
II	5,4	3,2	7,5	17,0	4,9	6,5	3,5	17,6	-5,4	1,4	6,9	7,3	4,6	
III	6,9	4,4	9,2	19,7	5,1	6,8	1,1	22,8	5,7	0,9	7,2	7,6	5,0	
IV	7,4	3,4	11,1	-1,5	7,4	7,4	14,4	30,8	6,0	2,7	7,5	7,9	5,0	
2006 I	7,7	2,4	12,6	-2,2	7,5	7,8	21,2	40,4	3,1	2,6	7,8	8,3	4,6	
II	7,0	2,5	11,1	-5,3	8,3	7,6	20,8	32,5	2,8	2,4	7,6	8,1	4,5	

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 <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	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 <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	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 <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	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. Hogares<sup>5)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta bruta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	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

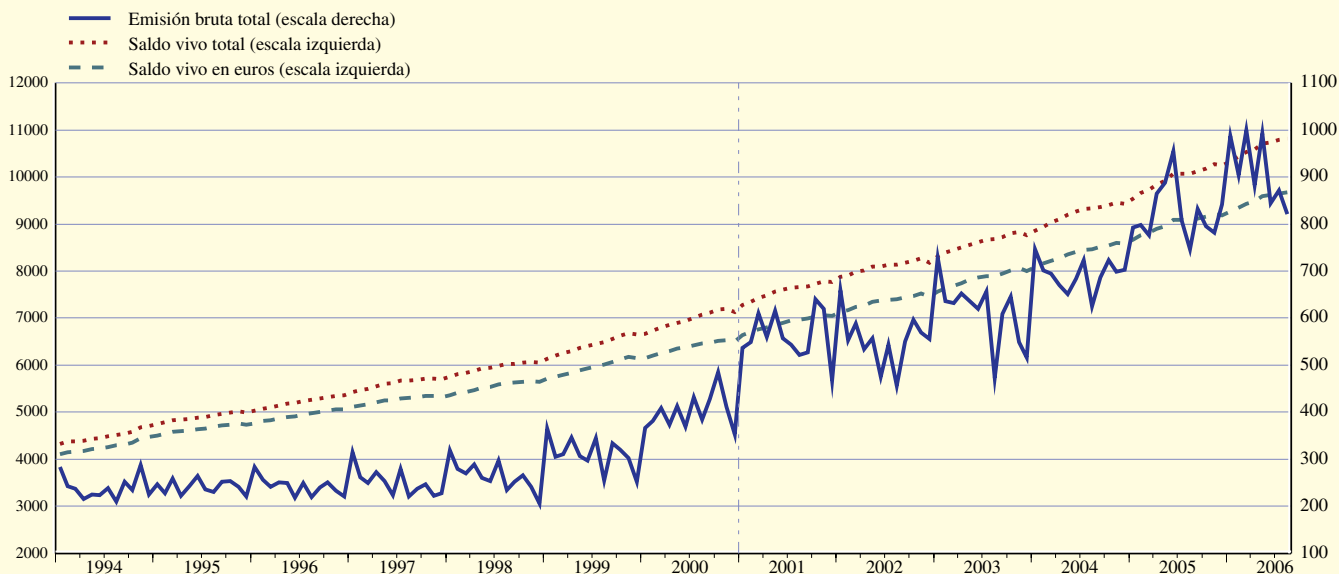
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2005 Ago	10.630,4	758,3	4,0	9.077,8	705,7	-10,8	10.068,9	746,3	-3,4	7,4	38,8	6,8
Sep	10.729,4	894,5	100,5	9.113,9	787,6	37,5	10.125,6	832,4	48,6	7,4	48,3	7,3
Oct	10.744,4	798,4	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	10.267,3	781,5	74,2	7,6	71,1	7,3
Dic	10.836,1	871,0	12,6	9.187,8	794,8	-24,3	10.249,8	841,6	-24,9	7,6	75,8	6,1
2006 Ene	10.885,4	972,1	55,1	9.266,7	927,6	84,7	10.332,9	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
Feb	10.993,7	918,4	105,8	9.346,2	846,7	76,9	10.440,3	903,5	89,6	7,2	61,9	7,5
Mar	11.147,6	1.052,7	153,6	9.427,5	937,9	81,1	10.525,0	999,4	97,6	7,6	70,7	8,0
Abr	11.169,4	873,5	18,5	9.479,4	821,8	48,8	10.583,1	883,0	68,1	7,2	56,3	8,0
May	11.295,9	1.008,7	126,6	9.593,6	940,2	114,3	10.706,2	992,4	128,1	7,8	90,9	8,3
Jun	11.352,7	892,3	61,2	9.613,6	794,0	24,4	10.734,9	844,3	30,3	6,6	22,8	7,2
Jul	.	.	.	9.649,1	821,0	34,8	10.786,9	871,4	47,3	7,1	56,4	7,0
Ago	.	.	.	9.671,0	778,8	21,3	10.817,0	821,3	24,7	7,3	74,8	7,2
<b>A largo plazo</b>												
2005 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	9.903,0	178,4	41,7	8.375,2	147,2	25,2	9.302,8	166,0	27,4	8,3	72,0	6,2
2006 Ene	9.946,1	195,9	48,3	8.414,5	173,5	44,5	9.343,2	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
Feb	10.036,0	215,0	88,5	8.476,2	170,7	60,1	9.429,0	196,3	72,3	7,6	49,9	7,8
Mar	10.134,6	245,3	98,9	8.547,6	194,3	71,8	9.498,3	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
Abr	10.169,7	173,3	33,6	8.577,1	141,5	28,2	9.536,3	170,6	48,1	7,5	49,5	8,1
May	10.268,0	203,5	98,5	8.663,0	167,4	86,1	9.629,6	187,0	95,7	7,7	63,7	7,8
Jun	10.324,0	195,2	57,2	8.727,7	167,5	65,7	9.711,8	189,7	79,1	6,8	51,1	7,2
Jul	.	.	.	8.753,2	158,1	25,8	9.755,3	179,5	39,6	7,2	51,6	7,1
Ago	.	.	.	8.764,7	71,2	11,5	9.773,6	87,5	21,0	7,6	65,9	7,4

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

(mm de euros)



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

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras 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	
<b>Total</b>												
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.250	4.109	927	610	4.322	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 III	10.126	4.046	842	613	4.354	271	2.386	1.732	49	251	332	21
2005 IV	10.250	4.109	927	610	4.322	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 I	10.525	4.260	970	619	4.387	289	2.891	2.107	83	257	421	22
2006 II	10.735	4.335	1.034	636	4.432	298	2.720	1.974	108	261	355	22
2006 May	10.706	4.352	1.003	639	4.419	293	992	740	30	94	121	8
2006 Jun	10.735	4.335	1.034	636	4.432	298	844	595	46	85	110	9
2006 Jul	10.787	4.370	1.050	637	4.431	299	871	615	29	86	135	6
2006 Ago	10.817	4.396	1.058	630	4.434	300	821	637	17	82	80	6
<b>A corto plazo</b>												
2004	926	447	7	90	376	5	6.368	4.574	44	931	785	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.808	6.046	45	942	741	33
2005 III	979	475	7	99	393	5	1.999	1.560	12	235	184	9
2005 IV	947	482	7	90	363	5	1.940	1.531	10	221	170	8
2006 I	1.027	539	7	98	377	5	2.279	1.817	13	242	199	8
2006 II	1.023	531	10	101	376	5	2.172	1.739	16	229	180	8
2006 May	1.077	579	9	106	378	5	805	662	6	78	57	3
2006 Jun	1.023	531	10	101	376	5	655	509	5	77	61	3
2006 Jul	1.032	536	10	102	378	5	692	543	5	77	63	3
2006 Ago	1.043	557	11	96	374	5	734	593	3	80	55	2
<b>Total a largo plazo <sup>1)</sup></b>												
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
2005 IV	9.303	3.627	920	519	3.959	278	478	216	106	29	109	18
2006 I	9.498	3.720	963	521	4.010	285	612	290	70	15	222	15
2006 II	9.712	3.804	1.024	535	4.056	293	547	234	92	32	175	14
2006 May	9.630	3.774	994	533	4.040	288	187	78	24	15	64	5
2006 Jun	9.712	3.804	1.024	535	4.056	293	190	86	41	8	49	6
2006 Jul	9.755	3.834	1.040	534	4.053	294	179	72	24	8	72	3
2006 Ago	9.774	3.839	1.047	533	4.059	295	87	44	14	1	25	3
<b>Del cual: a tipo fijo</b>												
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.711	2.016	458	409	3.611	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
2005 IV	6.711	2.016	458	409	3.611	217	264	95	35	16	103	14
2006 I	6.812	2.060	475	404	3.649	225	400	155	31	8	195	12
2006 II	6.907	2.079	500	410	3.686	232	331	109	42	20	150	10
2006 May	6.871	2.073	482	410	3.678	227	115	38	7	10	57	3
2006 Jun	6.907	2.079	500	410	3.686	232	114	40	21	5	41	6
2006 Jul	6.918	2.085	501	409	3.690	233	109	29	5	6	66	2
2006 Ago	6.924	2.087	503	408	3.692	234	54	22	7	0	21	3
<b>Del cual: emitidos a tipo variable</b>												
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
2005 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
2006 II	2.429	1.421	520	108	319	61	174	93	50	12	15	4
2006 May	2.395	1.409	507	104	313	61	62	33	17	5	4	2
2006 Jun	2.429	1.421	520	108	319	61	59	31	19	3	6	1
2006 Jul	2.461	1.434	534	109	323	61	59	33	19	2	4	1
2006 Ago	2.468	1.435	539	109	324	61	25	15	7	1	2	0

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

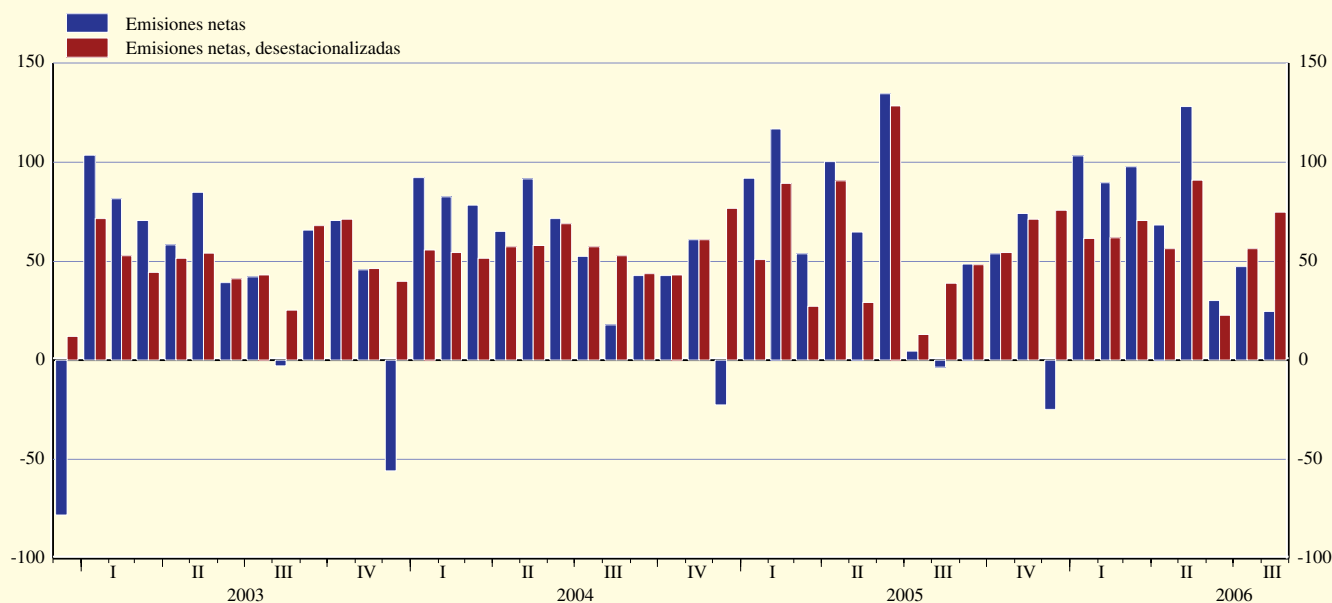
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 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	675,1	350,4	75,2	8,4	209,6	31,5	679,6	354,0	73,1	8,2	212,6	31,7
2005	715,3	315,6	177,2	21,8	168,3	32,2	716,9	319,0	173,0	22,0	170,5	32,4
2005 III	49,8	38,3	12,3	-0,8	-4,5	4,5	100,0	51,9	24,6	2,9	13,8	6,8
IV	103,2	44,8	81,3	-0,2	-35,0	12,3	201,3	78,1	59,2	5,8	47,1	11,0
2006 I	290,4	158,7	45,3	10,6	68,7	6,9	194,1	107,0	65,4	7,3	8,4	6,1
II	226,5	81,8	66,4	20,9	48,5	8,9	169,9	86,2	53,9	14,2	7,2	8,4
2006 May	128,1	59,5	17,2	14,6	32,5	4,3	90,9	51,0	18,6	9,1	7,8	4,3
Jun	30,3	-16,8	30,6	-1,0	12,5	5,0	22,8	4,2	16,3	0,0	-1,9	4,2
Jul	47,3	30,6	15,7	0,4	-0,6	1,3	56,4	22,8	14,0	-2,0	19,4	2,1
Ago	24,7	19,7	8,1	-6,6	3,0	0,6	74,8	36,9	24,6	-4,5	15,1	2,7
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	710,2	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	7,8	12,3	6,7
IV	139,4	40,6	81,5	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	222,9	85,5	63,5	15,5	49,6	8,9	164,3	83,2	50,9	8,9	12,8	8,5
2006 May	95,7	35,3	16,8	9,2	29,9	4,5	63,7	25,7	18,1	5,8	9,7	4,6
Jun	79,1	28,1	29,4	1,5	15,0	5,0	51,1	35,8	14,7	-1,9	-1,6	4,1
Jul	39,6	26,1	15,5	-0,1	-2,7	0,9	51,6	21,0	14,0	-2,1	16,6	2,1
Ago	21,0	6,9	7,7	-0,9	6,6	0,7	65,9	19,2	24,3	1,4	18,4	2,6

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

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

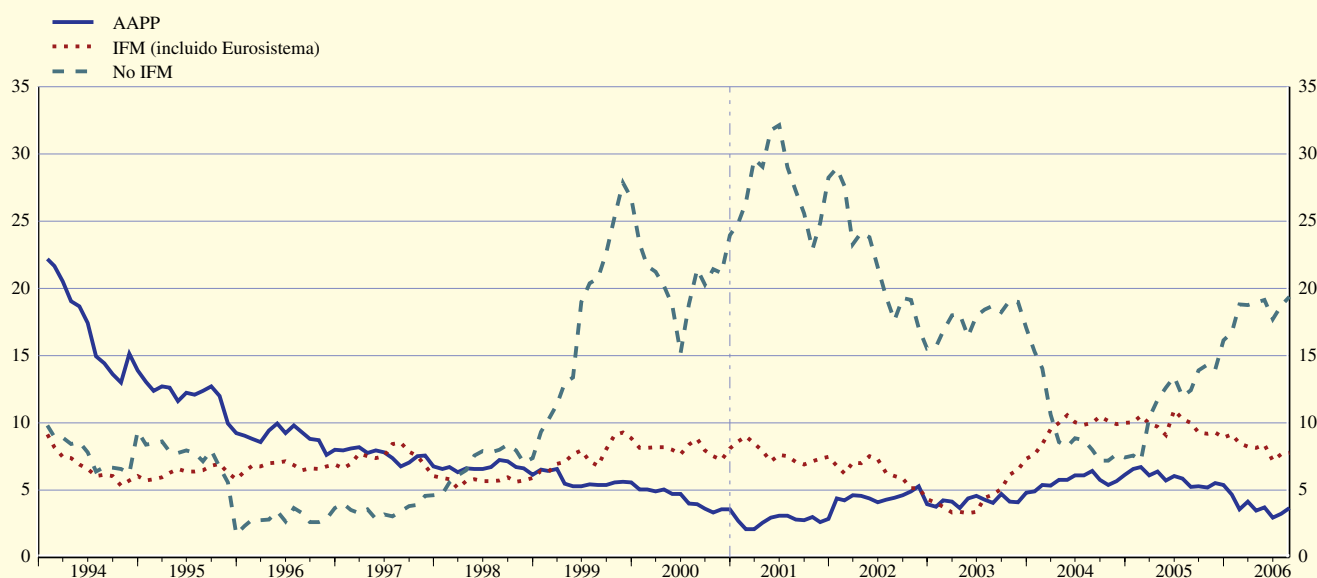


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras 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 Ago	7,4	10,0	18,8	2,3	3,7	12,1	6,8	9,6	22,9	1,9	2,2	9,4
Sep	7,4	9,4	21,2	2,9	3,8	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	7,6	9,4	21,1	3,2	4,0	12,3	7,3	9,2	22,3	1,5	3,3	13,8
Dic	7,6	8,4	23,8	3,7	4,1	12,9	6,1	6,6	21,4	2,9	2,8	13,9
2006 Ene	7,6	9,1	24,3	3,6	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	8,0	9,3	31,5	4,3	2,6	13,0
Abr	7,2	8,9	27,4	2,9	2,4	10,2	8,0	9,3	31,3	3,8	2,7	11,4
May	7,8	10,0	26,7	4,3	2,6	12,1	8,3	10,6	31,3	7,3	1,8	10,5
Jun	6,6	8,1	24,7	5,0	1,8	12,3	7,2	9,5	28,0	7,1	0,7	10,5
Jul	7,1	8,3	26,6	5,1	2,2	11,6	7,0	8,9	27,1	5,6	1,2	10,6
Ago	7,3	8,5	28,2	3,9	2,5	12,0	7,2	8,8	25,7	3,2	2,3	10,0
A largo plazo												
2005 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	7,6	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	5,6	3,0	10,5	8,1	7,8	31,4	6,2	3,6	12,0
May	7,7	8,4	26,9	7,0	3,1	12,5	7,8	7,7	31,2	8,6	2,6	11,0
Jun	6,8	7,2	24,7	6,5	2,3	12,7	7,2	8,6	27,5	6,6	1,6	10,7
Jul	7,2	7,7	26,5	6,1	2,6	11,9	7,1	8,0	26,6	4,7	2,1	10,6
Ago	7,6	7,7	28,0	5,5	3,1	12,4	7,4	7,9	25,2	3,5	3,3	9,9

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



Fuente: BCE.

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

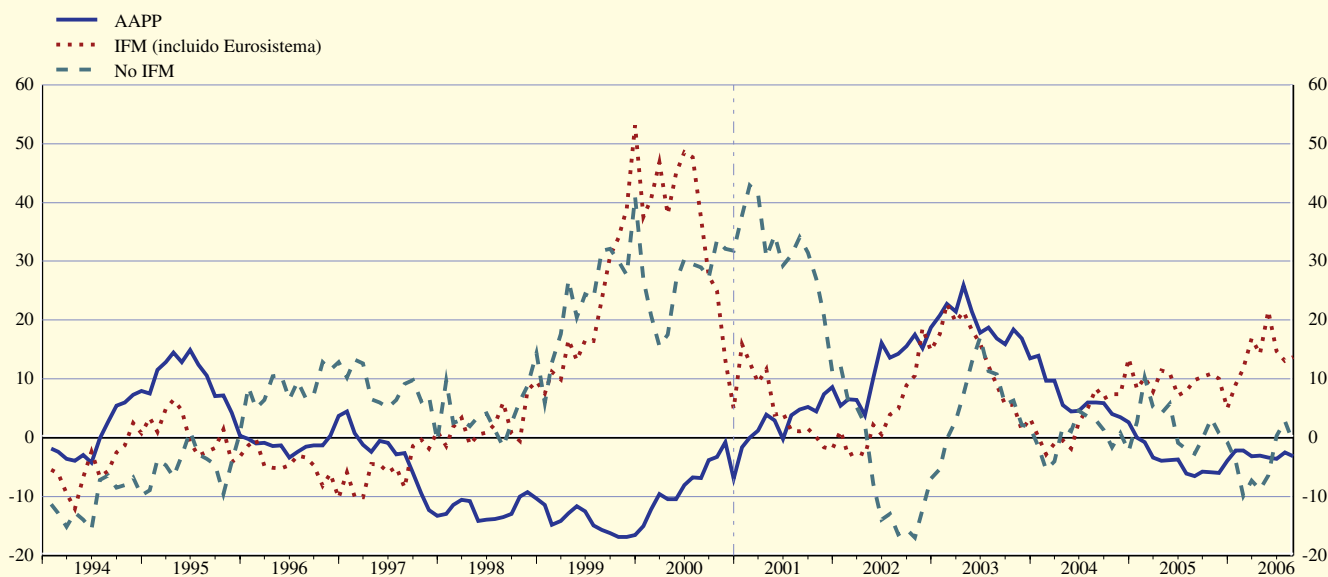
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el 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
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
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	4,2	8,9	0,7	3,5	15,6	19,0	14,3	48,9	24,5	7,8	1,1
II	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,9	11,9	46,2	28,3	3,6	5,1
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
Abr	4,1	4,3	11,5	0,5	3,1	12,3	17,1	12,3	48,9	26,8	2,0	3,4
May	4,3	4,7	11,9	1,8	3,0	14,0	17,4	12,2	45,5	30,3	5,1	6,5
Jun	3,8	4,1	13,2	1,1	2,2	14,2	14,6	9,8	38,4	30,6	2,7	7,5
Jul	4,3	4,5	14,4	0,7	2,8	13,7	15,4	10,1	40,8	31,3	4,3	5,6
Ago	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,6	10,1	42,3	29,7	4,2	6,4
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
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	0,9
II	3,6	2,7	10,0	0,8	3,1	13,9	15,7	10,2	42,1	31,6	3,7	4,0
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
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
May	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,1	5,2	4,9
Jun	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,9	7,6	34,1	34,6	2,7	5,9
Jul	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,9	8,1	35,9	35,4	4,4	4,1
Ago	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,2	8,3	37,4	33,4	4,2	5,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

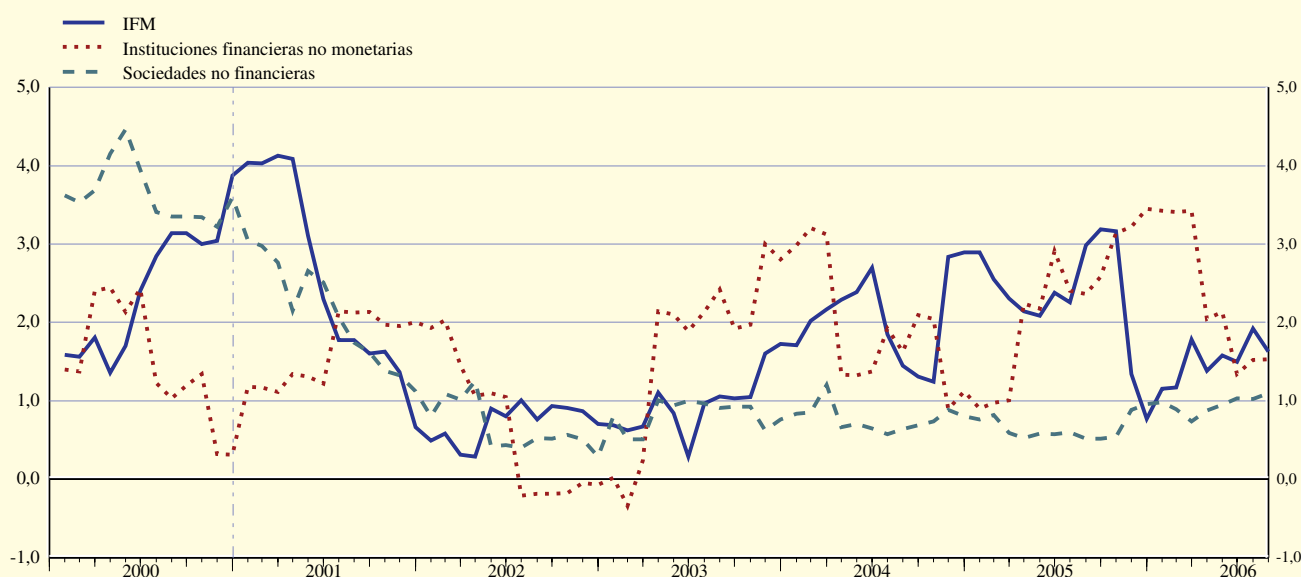
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de 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 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	102,7	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	5.376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,3	3.941,9	1,0
Jul	5.372,7	104,4	1,2	918,5	1,9	543,3	1,5	3.910,8	1,0
Ago	5.536,2	104,4	1,2	958,7	1,6	594,3	1,5	3.983,3	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 euro<sup>1)</sup>

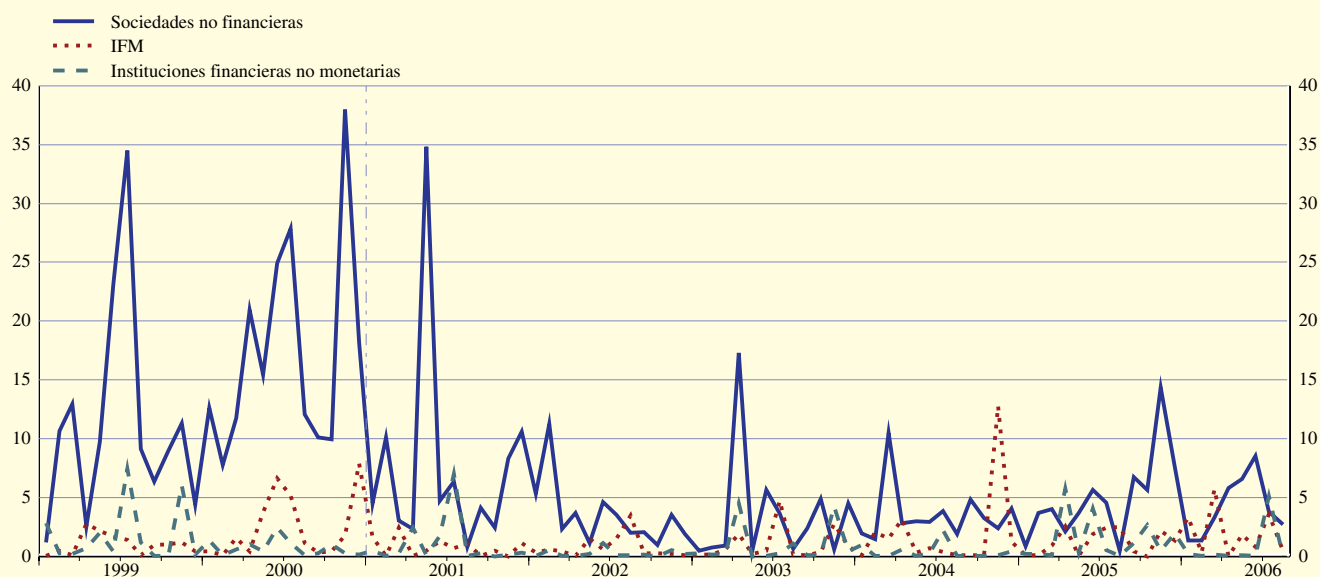
(mm de euros; valores de mercado)

##### 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 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	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,1	0,0	0,1	6,5	2,2	4,4
Jun	9,4	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	7,1	5,3	3,6	0,4	3,2	5,1	3,5	1,6	3,8	3,2	0,6
Ago	3,2	1,6	1,5	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,5	1,2

#### 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 <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,98	2,76
Ago	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,64	1,32	2,91	3,25	3,76	2,86

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 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	7,24	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	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
Ago	9,93	7,84	6,39	8,15	8,11	4,21	4,33	4,60	4,37	4,59	4,64	5,27	4,84

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2005 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
Ago		5,57	4,69	5,09	4,53	3,97	4,33	4,42

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)

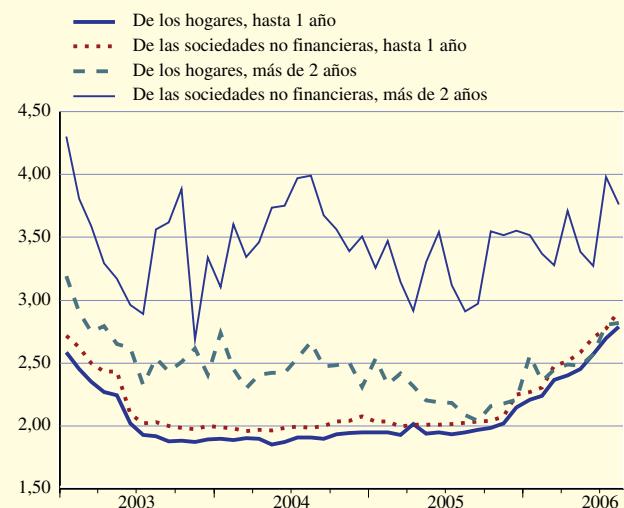
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años	
2005 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	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,64	1,32	2,93	3,64	2,81

#### 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 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	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45	
Ago	4,75	4,23	4,60	8,21	6,72	5,83	4,85	4,33	4,48	

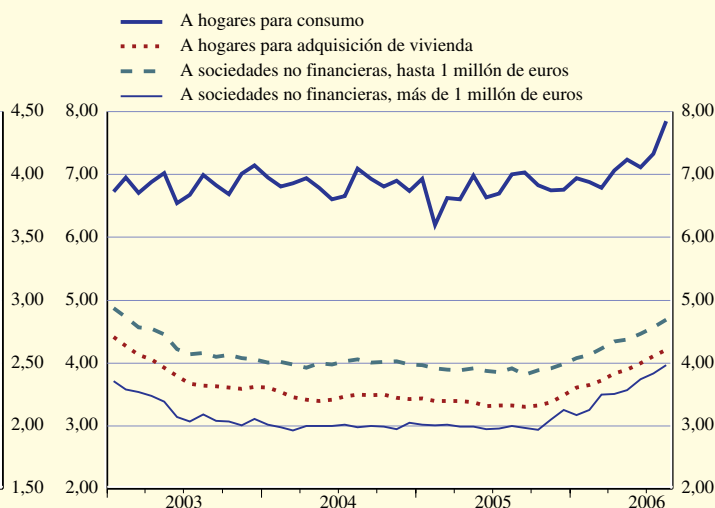
#### C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

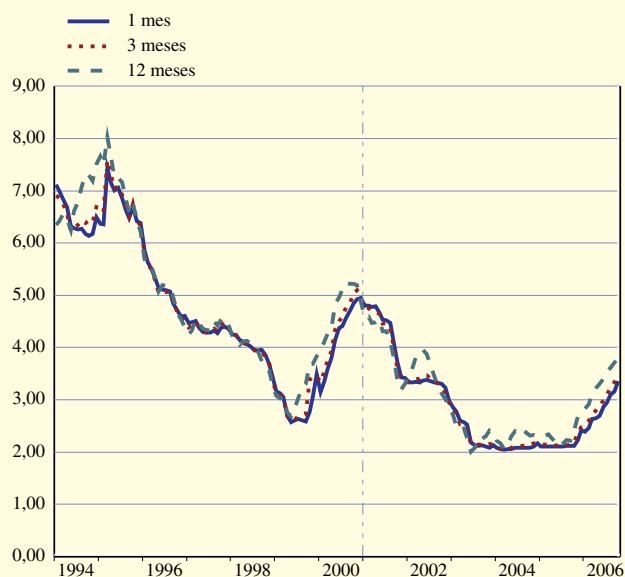
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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 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
Oct	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44

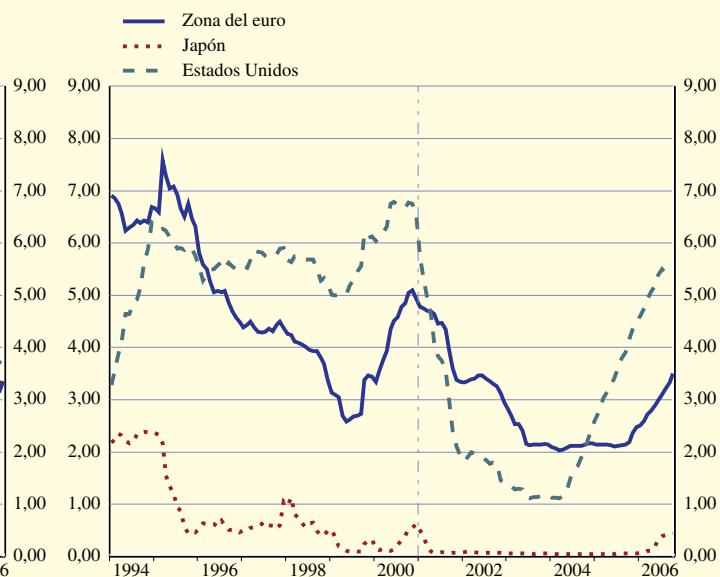
#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

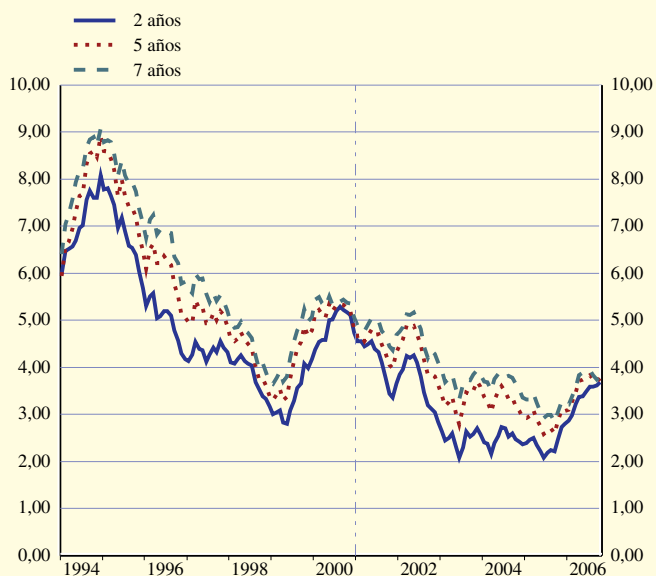
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					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 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
Oct	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76

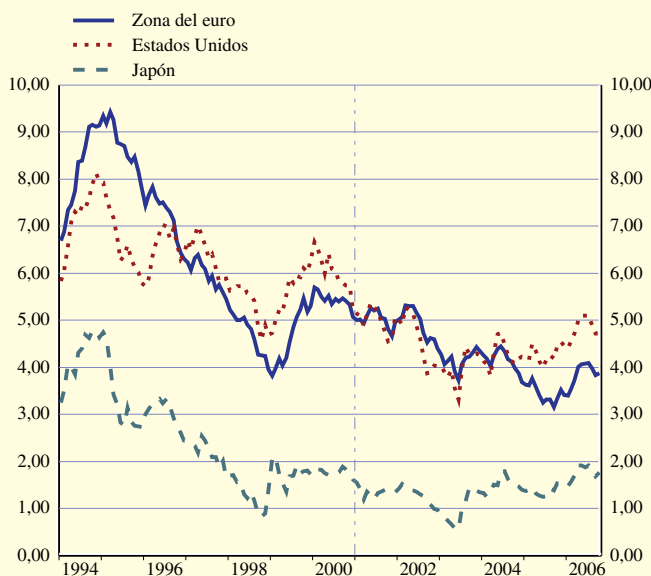
## C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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.

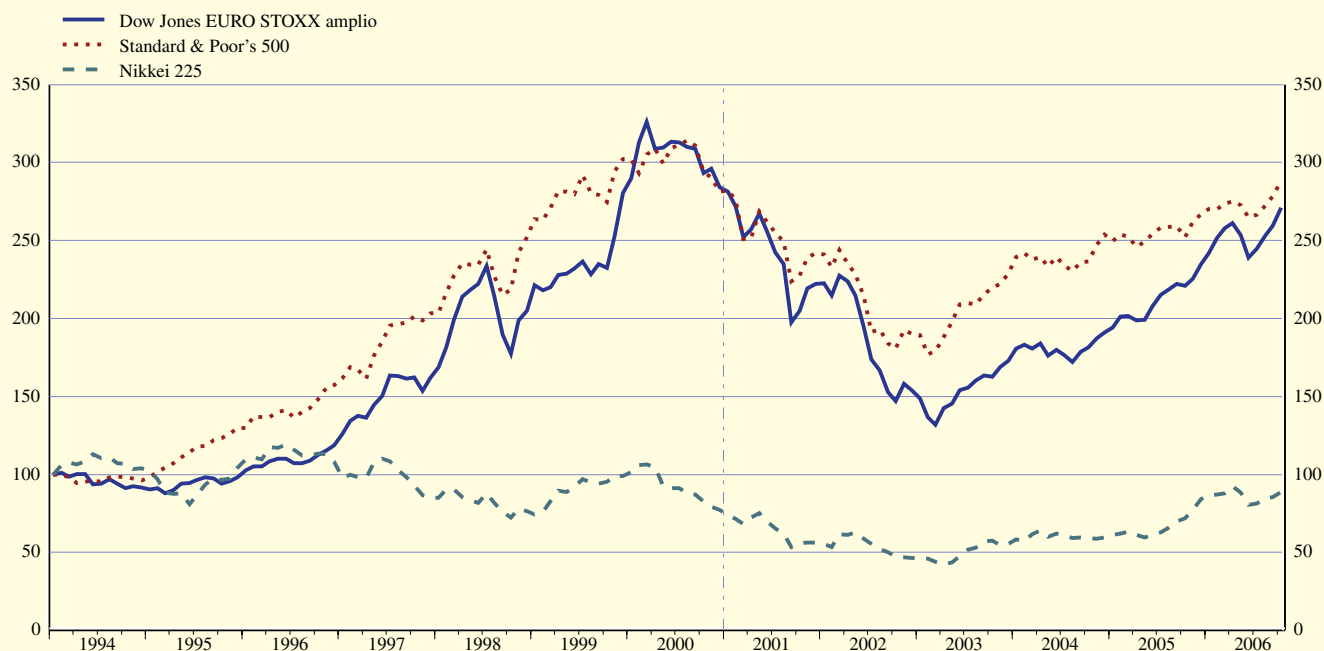
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	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		
	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	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
2005 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
Oct	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7

#### 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 <sup>1)</sup>	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 III	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,3	0,1	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	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5
III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,5	1,9	0,1	0,6	0,6
2006 May	102,5	2,5	1,5	2,9	1,8	0,2	0,1	0,4	0,1	1,0	0,2
Jun	102,6	2,5	1,6	2,8	2,0	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,1	0,2
Jul	102,4	2,4	1,6	2,7	2,1	0,3	0,2	0,7	0,0	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	102,5	1,7	1,5	1,6	2,0	-0,1	0,2	0,6	0,1	-3,2	0,2
Oct <sup>2)</sup>	.	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>1)</sup>	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 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	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
2006 Abr	1,8	2,2	1,2	3,0	0,7	11,0	2,6	2,1	3,1	-3,7	2,7	2,1
May	2,0	2,2	1,5	3,4	0,7	12,9	2,5	2,1	2,6	-3,5	1,9	2,2
Jun	2,2	2,2	2,1	3,1	0,7	11,0	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,2	2,3
Jul	2,7	2,3	3,2	2,7	0,6	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
Ago	2,9	2,2	3,9	2,4	0,6	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3
Sep	2,9	1,8	4,6	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,4	-3,4	2,3	2,4

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 <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
Total excluida energía															
% del total <sup>5)</sup>	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	6,9	-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	6,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,6	28,5	9,4	44,6
2005 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
2005 IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	3,0	7,2 <sup>6)</sup>	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
2006 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
2006 III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	13,4	26,6	55,7
2006 May	115,8	6,0	4,2	2,7	4,6	1,1	1,7	1,7	1,7	18,7	-	-	36,2	31,5	55,7
2006 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
2006 Jul	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,6	2,0	1,7	2,0	14,9	-	-	21,6	26,7	58,8
2006 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
2006 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	4,0	26,4	50,3
2006 Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	3,9	28,7	47,6

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
2005 III	116,3	1,8	2,2	0,6	2,2	1,6	1,7	2,1
2005 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
2006 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. I IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- tura y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>									
2002	104,6	2,4	0,9	1,0	3,0	1,8	3,1	3,4	
2003	106,4	1,6	6,0	0,4	3,0	2,5	1,1	2,3	
2004	107,5	1,1	-9,7	-1,1	3,0	-0,1	3,0	2,8	
2005	108,5	0,9	6,4	-0,9	3,5	0,0	1,9	1,6	
2005 II	108,4	0,9	7,9	-0,5	4,1	0,2	2,1	1,1	
III	108,2	0,5	6,1	-0,7	2,1	-0,6	1,9	1,4	
IV	109,0	0,8	6,9	-1,9	3,1	-0,4	2,2	2,4	
2006 I	109,1	0,8	2,7	-2,1	3,4	-0,3	2,5	2,3	
II	109,1	0,6	0,0	-2,3	2,2	-0,5	1,5	3,0	
Remuneración por asalariado									
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,4	2,6	3,1	
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,7	1,8	2,2	1,9	
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,3	2,1	2,3	
2005	111,3	1,6	2,4	1,5	1,9	1,3	2,0	1,6	
2005 II	111,0	1,4	2,5	1,5	2,3	1,2	2,4	0,9	
III	111,3	1,5	1,8	1,7	2,0	1,3	1,9	1,3	
IV	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7	
2006 I	112,7	1,9	0,3	2,2	3,2	1,8	1,6	1,8	
II	113,4	2,1	0,0	2,3	2,7	1,8	0,9	2,9	
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>									
2002	100,6	0,2	1,2	1,0	0,2	0,6	-0,5	-0,3	
2003	100,9	0,3	-3,2	1,7	-0,4	-0,6	1,1	-0,4	
2004	101,9	1,0	13,1	3,7	-0,4	1,4	-0,8	-0,5	
2005	102,6	0,7	-3,7	2,4	-1,6	1,3	0,1	0,0	
2005 II	102,4	0,5	-5,0	1,9	-1,8	1,0	0,3	-0,2	
III	102,9	0,9	-4,1	2,4	-0,1	1,9	0,0	-0,1	
IV	102,9	1,0	-4,8	3,6	-0,7	1,6	-0,5	0,3	
2006 I	103,4	1,2	-2,3	4,4	-0,3	2,2	-0,9	-0,5	
II	103,9	1,4	0,0	4,7	0,5	2,3	-0,6	-0,1	

### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-1,2	-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	2,1	2,8	3,7
2005 II	111,0	1,6	1,9	1,9	1,6	2,0	2,4	3,1
III	111,6	1,8	2,3	2,1	2,2	1,8	2,6	3,9
IV	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	3,1	4,2
2006 I	112,5	1,8	2,6	2,3	2,0	2,6	3,2	5,3
II	113,2	1,9	2,5	2,2	2,8	2,8	3,4	5,1

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2002	7.251,4	7.058,9	4.141,9	1.465,0	1.464,8	-12,8	192,6	2.629,0	2.436,4
2003	7.460,9	7.304,0	4.278,5	1.526,1	1.498,3	1,0	156,9	2.624,8	2.467,9
2004	7.734,1	7.573,7	4.425,6	1.579,5	1.561,6	6,9	160,4	2.821,6	2.661,1
2005	7.993,5	7.876,8	4.579,0	1.636,6	1.639,3	21,9	116,7	3.029,6	2.912,8
2005 II	1.985,6	1.955,2	1.138,3	406,5	406,7	3,8	30,4	745,0	714,5
III	2.008,2	1.982,0	1.153,1	410,3	413,8	4,8	26,2	771,2	745,0
IV	2.029,6	2.005,7	1.160,1	418,0	418,4	9,2	23,9	786,3	762,5
2006 I	2.049,0	2.026,5	1.175,0	420,2	426,4	5,0	22,5	820,5	798,0
II	2.079,4	2.054,9	1.183,8	427,6	438,2	5,3	24,5	836,9	812,4
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
	Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) <sup>3)</sup>								
	<i>tasa de variación intertrimestral</i>								
2005 II	0,4	0,6	0,4	0,6	1,1	-	-	1,8	2,6
III	0,6	0,5	0,6	0,6	1,2	-	-	2,6	2,4
IV	0,4	0,6	0,1	0,4	0,4	-	-	0,9	1,6
2006 I	0,8	0,4	0,7	0,9	1,0	-	-	3,6	2,7
II	0,9	0,9	0,3	0,5	2,1	-	-	1,2	1,2
	<i>tasa 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	2,6	-	-	4,2	5,3
2005 II	1,3	1,9	1,4	1,4	2,6	-	-	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	3,4	-	-	5,0	5,6
2006 I	2,2	2,2	1,8	2,5	3,8	-	-	9,3	9,7
II	2,7	2,5	1,7	2,3	4,8	-	-	8,6	8,2
	<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	-0,2	0,1	-	-
IV	0,4	0,6	0,1	0,1	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	0,9	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	-	-
	<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	1,7	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	-0,3	0,0	-	-
IV	1,8	2,0	0,7	0,4	0,7	0,3	-0,1	-	-
2006 I	2,2	2,1	1,1	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
II	2,7	2,4	1,0	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 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	373,8	1.389,0	1.748,1	1.472,1	734,3
2003	6.703,5	152,5	1.382,0	390,2	1.423,3	1.825,6	1.530,0	757,4
2004	6.940,6	156,5	1.428,2	413,7	1.472,8	1.892,7	1.576,7	793,6
2005	7.160,1	144,4	1.461,5	434,8	1.519,3	1.971,7	1.628,6	833,4
2005 II	1.780,2	35,6	364,7	107,3	378,4	489,0	405,2	205,4
III	1.797,6	36,0	366,4	109,7	382,4	496,0	407,1	210,6
IV	1.815,3	36,5	368,7	112,3	383,4	500,3	414,0	214,3
2006 I	1.831,6	35,8	373,3	114,0	385,2	510,1	413,2	217,5
II	1.859,2	36,6	376,6	117,1	390,6	518,1	420,2	220,3
<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) <sup>1)</sup></i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2005 II	0,4	-1,6	0,6	1,2	0,8	0,2	0,1	0,1
III	0,5	0,3	0,7	0,3	0,7	0,6	0,2	1,5
IV	0,4	0,8	0,5	0,9	0,6	0,1	0,2	0,2
2006 I	0,8	-2,1	1,4	-0,4	0,7	1,1	0,4	0,8
II	1,1	1,5	1,2	2,1	1,4	1,0	0,3	-0,2
<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	1,9	2,0	1,1	1,2
2005 II	1,3	-6,3	0,6	0,9	1,7	2,2	1,1	1,2
III	1,6	-6,2	1,3	1,7	2,4	2,1	1,3	2,2
IV	1,8	-6,0	2,3	1,7	2,4	2,1	1,3	1,9
2006 I	2,1	-2,6	3,4	2,1	2,9	2,0	0,9	2,7
II	2,8	0,4	4,0	3,0	3,5	2,8	1,1	2,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005 II	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-
III	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	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	0,3	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	-0,1	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	0,5	0,1	0,5	0,6	0,3	-
2006 I	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,5	0,2	-
II	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,8	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	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	104,0	1,4	1,4	1,4	0,8	2,9	1,5	-0,4	1,8	0,4	0,9
IV	1,7	104,7	2,1	2,2	2,2	2,3	2,9	1,3	1,7	1,2	1,8	0,2
2006 I	3,7	105,9	3,4	3,5	3,4	2,9	5,1	2,0	2,1	2,0	3,8	1,6
II	2,7	107,1	3,8	3,8	4,1	5,2	4,8	2,3	3,5	2,1	0,7	3,6
2006 Mar	5,7	106,4	4,2	5,0	5,0	4,7	5,5	2,9	3,1	2,8	3,2	4,4
Abr	0,2	105,8	1,7	0,7	0,7	2,4	2,2	0,2	-0,8	0,4	1,3	2,1
May	4,0	107,7	5,2	6,0	6,3	6,4	7,7	4,1	7,8	3,4	-0,8	5,2
Jun	4,0	107,8	4,5	4,8	5,5	6,8	4,7	2,6	3,7	2,4	1,7	3,4
Jul	.	107,3	3,0	3,2	3,2	4,4	3,3	1,4	2,9	1,1	2,3	.
Ago	.	109,2	5,4	5,7	5,5	7,8	6,2	2,6	8,6	1,9	2,6	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2006 Mar	1,3	-	0,8	0,7	1,1	1,4	0,6	0,2	0,8	0,1	0,5	-0,3
Abr	-1,4	-	-0,6	-0,3	-0,9	-0,1	-0,9	-0,4	-0,7	-0,4	-2,5	1,7
May	2,0	-	1,8	2,1	2,5	2,3	2,8	1,7	4,3	1,3	-1,7	2,2
Jun	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,3	-0,8	-0,4	-1,3	-0,3	3,2	-0,6
Jul	.	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,9	.
Ago	.	-	1,8	2,2	2,2	3,4	1,8	1,4	4,3	0,9	-1,4	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total <sup>1)</sup>	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	0,6	1,7	2,1	1,2	936	1,5
2005 IV	117,3	7,4	113,2	4,1	2,3	107,2	1,2	0,6	1,7	2,7	1,6	934	-1,2
2006 I	117,3	11,9	115,5	9,0	2,3	107,4	0,9	0,3	1,4	1,4	2,4	946	2,0
II	118,6	8,0	118,3	6,4	3,1	108,1	1,8	0,7	2,5	2,5	3,6	958	2,4
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	936	-1,9
2006 Abr	117,3	3,8	116,5	-0,4	3,2	108,0	2,2	1,4	2,5	1,7	3,3	956	1,8
May	120,5	14,9	120,2	13,3	3,1	107,9	1,5	-0,1	3,1	4,1	4,8	968	8,9
Jun	118,1	5,7	118,3	6,5	3,0	108,2	1,6	0,9	2,0	1,7	2,7	949	-2,5
Jul	120,4	9,8	118,9	7,2	3,5	108,5	1,8	1,7	1,9	2,6	2,5	917	-4,7
Ago	124,8	14,2	120,4	8,7	4,0	109,3	2,4	0,7	3,7	3,2	3,7	936	-1,2
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	0,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2006 Abr	-	-0,7	-	0,6	0,7	-	0,9	0,8	6,0	0,6	-	0,5	
May	-	2,7	-	3,2	0,4	-	0,0	-0,5	0,4	-1,0	1,2	1,3	
Jun	-	-2,0	-	-1,6	0,3	-	0,3	0,6	-0,1	1,8	-0,6	-2,0	
Jul	-	1,9	-	0,5	0,5	-	0,3	0,5	0,1	2,2	-0,1	-3,3	
Ago	-	3,7	-	1,3	0,8	-	0,7	-0,5	1,7	1,1	1,6	2,1	
Sep	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	1,8	

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

1) En el año 2000.

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

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

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	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	99,8	-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	98,0	-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	103,0	-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	108,8	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
2006 May	107,4	2	-2	6	14	-	-9	-3	-10	14	-8
Jun	107,8	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-10
Jul	108,6	4	3	5	13	83,6	-8	-4	-10	13	-7
Ago	108,5	2	3	5	10	-	-9	-4	-10	11	-10
Sep	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7
Oct	110,3	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2002	-15	-22	-8	-14	-16	16	-9	3	-2	-4	15
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	-1	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	7	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-13	13	4	11	5	10	18
2005 III	-7	-13	-1	-7	-12	14	4	11	5	10	17
IV	-3	-8	2	-5	-9	15	10	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	2	5	13	14	20	14	19	26
2006 May	-2	-6	3	-1	-3	14	16	20	16	19	23
Jun	-1	-5	4	2	3	12	17	19	14	19	24
Jul	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
Ago	2	-4	8	3	6	13	15	21	14	21	28
Sep	4	0	9	3	8	12	15	18	12	19	24
Oct	3	-2	7	4	9	13	15	21	14	23	26

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 trabajo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	24,9	15,0	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134.862	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	136.421	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,4	0,9	1,9	1,5
2005	137.471	0,8	0,9	-0,2	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 II	137.269	0,7	0,8	0,3	-1,3	-1,6	2,7	0,8	1,8	1,3
III	137.543	0,7	0,9	-0,7	-2,1	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
IV	137.999	0,7	1,0	-0,8	-1,0	-1,2	2,3	0,6	2,6	0,8
2006 I	138.451	1,0	1,1	0,4	-0,5	-1,0	2,3	0,7	2,9	1,3
II	139.005	1,2	1,3	0,7	0,4	-0,6	2,4	1,1	3,4	1,1
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2005 II	0,195	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,4	0,6	-0,1	0,4	0,4
III	0,274	0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,4
IV	0,456	0,3	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,1	0,4	1,1	0,1
2006 I	0,452	0,3	0,3	0,7	-0,6	-0,2	0,6	0,3	0,6	0,6
II	0,554	0,4	0,4	0,4	0,9	0,0	0,7	0,4	1,0	0,2

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		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.



### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	Total	Impuest. directos					Impuest. indirectos		Cotizaciones sociales	Emplea-dores		Ventas	Impuest. sobre el capital				
		Hogares	Empresas	Recibidos por inst. de la UE	Emplea-dores	Asalariados											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
1997	47,0	46,5	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,1	8,5	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7			
1998	46,5	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5			
1999	47,0	46,8	12,5	9,7	2,5	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0			
2000	46,6	46,4	12,7	9,8	2,6	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7			
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	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	44,5	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3			
2004	44,7	44,3	11,4	8,9	2,2	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9			
2005	45,1	44,7	11,7	8,8	2,5	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2			

#### 2. Zona del euro - empleos

	Empleos corrientes									Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	49,6	46,0	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	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	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	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,5
2005	47,5	43,7	10,4	5,1	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 <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,8	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,5
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	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

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

	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	-5,2	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,1	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,0	-4,0	-6,1	0,0	-4,2	0,3	-3,5	0,3	-3,1	-1,6	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-7,8	-0,2	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,8	-1,2	-3,2	2,3
2005	-2,3	-3,2	-5,2	1,1	-2,9	1,1	-4,1	-1,0	-0,3	-1,5	-6,0	2,7

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 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,3	58,3	30,3	12,1	15,9	16,8
1997	74,1	2,8	16,0	6,5	48,8	55,4	28,3	13,6	13,5	18,7
1998	72,8	2,7	15,1	5,6	49,3	52,1	26,4	14,5	11,2	20,7
1999	72,0	2,9	14,2	4,2	50,6	48,5	25,4	12,0	11,2	23,4
2000	69,4	2,7	13,1	3,6	50,0	44,1	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,1	20,6	10,4	11,1	26,2
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,2	19,2	9,9	11,1	28,0
2003	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9	39,1	19,2	10,3	9,6	30,2
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7	37,3	18,2	10,0	9,1	32,5
2005	70,7	2,4	11,7	4,9	51,6	35,4	17,1	10,3	8,0	35,4

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes <sup>5)</sup>	Otras monedas
1996	75,1	62,9	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	8,6	19,1	25,7	30,2	73,1	2,0
1997	74,1	62,1	6,1	5,4	0,6	9,9	64,2	8,5	18,3	25,3	30,5	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,9	63,9	7,6	15,8	26,4	30,6	70,9	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,7	64,3	6,6	13,6	28,0	30,4	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,8	62,6	5,9	13,4	28,0	28,0	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	5,0	13,7	26,8	27,8	66,6	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	60,0	5,0	15,4	25,3	27,5	66,7	1,5
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,5	60,8	5,0	14,4	26,1	28,9	68,2	1,1
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	4,7	14,3	26,6	28,9	68,8	1,1
2005	70,7	58,0	6,8	5,3	0,5	8,7	62,0	4,7	14,7	26,1	29,9	69,5	1,2

### 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	103,3	60,3	110,7	52,5	58,2	32,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	41,3
2003	98,6	63,9	107,8	48,7	62,4	31,1	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	44,3
2004	94,3	65,7	108,5	46,2	64,4	29,7	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	44,3
2005	93,2	67,9	107,5	43,1	66,6	27,4	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	41,3

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 deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

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

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>10)</sup>
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,0	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	-0,5	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
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	0,0	-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 trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2000 II	47,7	47,2	13,8	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
III	44,1	43,7	11,9	12,5	15,6	2,0	0,8	0,4	0,2	40,3
IV	49,9	49,4	13,9	14,1	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,9
2001 I	42,3	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	43,4	43,0	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	13,5	14,0	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,1	48,6	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	42,0	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	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,3	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,5	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
II	45,1	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,7	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,5	48,5	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,2	41,7	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,6
II	45,0	44,3	12,0	13,3	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,9
III	43,4	42,7	11,1	12,8	15,3	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
IV	49,6	48,8	13,5	14,5	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 I	42,8	42,2	10,3	13,3	15,3	1,6	0,8	0,6	0,3	39,2
II	46,0	45,4	12,6	13,7	15,3	1,9	1,1	0,6	0,3	41,9

### 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 II	46,2	42,8	10,3	4,6	3,9	24,0	20,7	1,4	3,4	2,3	1,1	1,5	5,4
III	43,1	42,7	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,1	1,0	5,0
IV	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,9	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 I	45,7	42,3	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	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,3	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,1
IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,6
2002 I	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,3	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,6	1,7
2003 I	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,1	-1,5
II	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,5	1,9
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,1	-0,9
IV	51,1	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,8	1,3
2004 I	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,9
II	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
III	46,1	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,5	-0,3
IV	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 I	46,8	43,4	10,3	4,6	3,1	25,3	21,6	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,6	-1,4
II	46,4	43,0	10,3	5,0	3,1	24,7	21,6	1,1	3,4	2,3	1,0	-1,4	1,6
III	45,9	42,5	9,9	4,7	3,0	24,9	21,5	1,2	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,5
IV	50,7	46,0	11,1	5,7	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,7
2006 I	46,0	42,7	10,1	4,8	3,0	24,8	21,3	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,1	-0,1
II	46,2	42,7	10,3	5,1	3,0	24,4	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-0,2	2,8

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 financiero<sup>1)</sup>

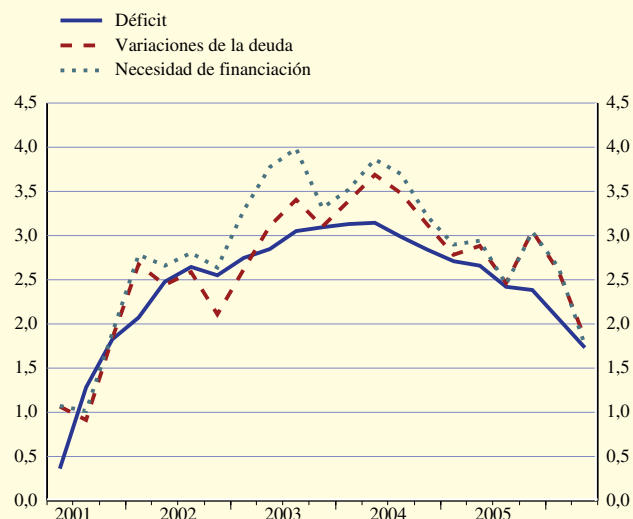
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2003 III	70,4	2,7	11,7	5,5	50,5
IV	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 I	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
II	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
IV	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 I	71,1	2,2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

### 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 III	2,9	-4,1	-1,3	-1,2	-1,2	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,0	2,9
IV	-2,0	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,6	-1,5
2004 I	8,5	-5,1	3,4	2,0	1,4	-0,1	0,2	0,5	-0,1	1,5	8,6
II	5,6	-1,6	4,0	4,1	3,4	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	5,6
III	2,0	-3,5	-1,4	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	2,3
IV	-3,1	-1,3	-4,4	-3,4	-2,6	0,0	-0,2	-0,7	0,0	-1,0	-3,1
2005 I	7,0	-4,6	2,4	2,4	1,4	0,2	0,4	0,4	-0,2	0,2	7,2
II	5,8	-1,4	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,6	5,6
III	0,4	-2,5	-2,1	-2,5	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,1	0,4	0,4
IV	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-1,3	-0,7
2006 I	5,0	-3,1	1,9	1,6	1,1	0,1	0,6	-0,3	-0,4	0,7	5,4
II	2,7	-0,2	2,5	3,1	2,4	0,1	0,3	0,2	0,7	-1,2	2,1

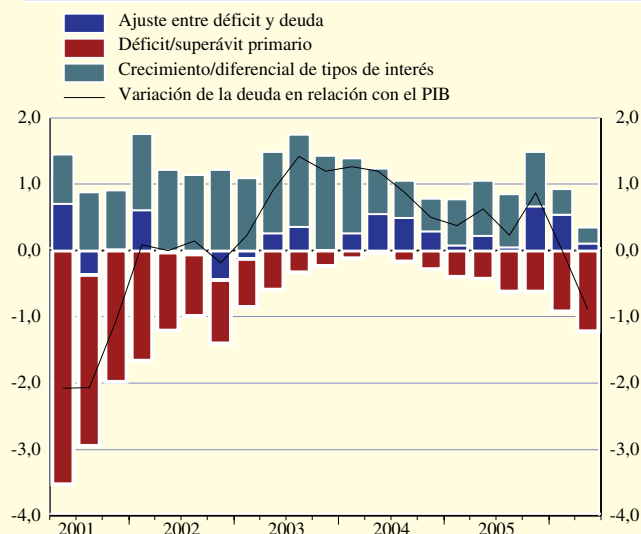
### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



### C29 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

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

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

### 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

#### 1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-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	-12,8	-2,8	4,8	1,4	-16,2	2,0	-10,8	65,7	-31,5	22,9	-8,5	76,8	6,1	-54,9
II	-7,6	6,3	12,1	-10,3	-15,8	1,0	-6,6	51,1	-12,1	98,9	-1,7	-32,5	-1,4	-44,5
2005 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	-10,2	-6,3	0,9	0,0	-4,7	0,8	-9,4	-3,2	-2,7	-36,4	-2,9	41,1	-2,3	12,6
Feb	-0,6	0,5	2,3	0,8	-4,3	1,0	0,4	19,5	-29,1	21,4	-3,3	28,6	1,9	-19,9
Mar	-2,1	3,0	1,5	0,6	-7,2	0,2	-1,9	49,5	0,3	37,9	-2,3	7,1	6,5	-47,6
Abr	-7,5	0,6	3,0	-5,0	-6,1	0,2	-7,3	25,1	8,3	-6,0	-5,6	29,5	-1,1	-17,8
May	-10,9	0,6	3,8	-9,9	-5,4	0,2	-10,7	31,9	-4,6	44,4	2,0	-8,2	-1,7	-21,2
Jun	10,8	5,2	5,3	4,5	-4,3	0,6	11,4	-5,9	-15,9	60,5	1,9	-53,8	1,4	-5,5
Jul	2,5	5,6	5,6	-1,8	-7,0	0,7	3,2	12,3	-9,4	1,0	1,8	19,6	-0,8	-15,4
Ago	-3,9	-3,8	-0,7	7,3	-6,7	1,1	-2,8	-3,9	-2,8	-15,5	-3,9	19,1	-0,8	6,8
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2006 Ago	-36,4	15,8	36,1	-18,3	-70,0	10,7	-25,6	134,6	-76,6	84,2	-22,3	137,9	11,4	-108,9

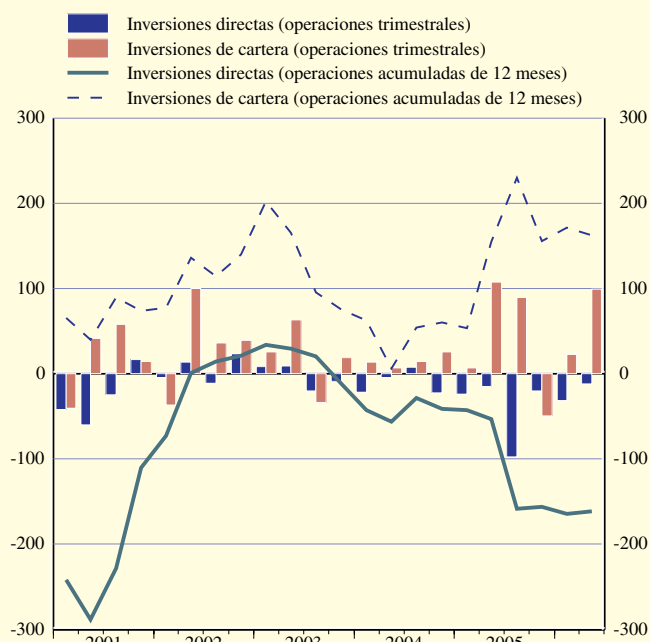
### C30 Cuenta corriente

(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

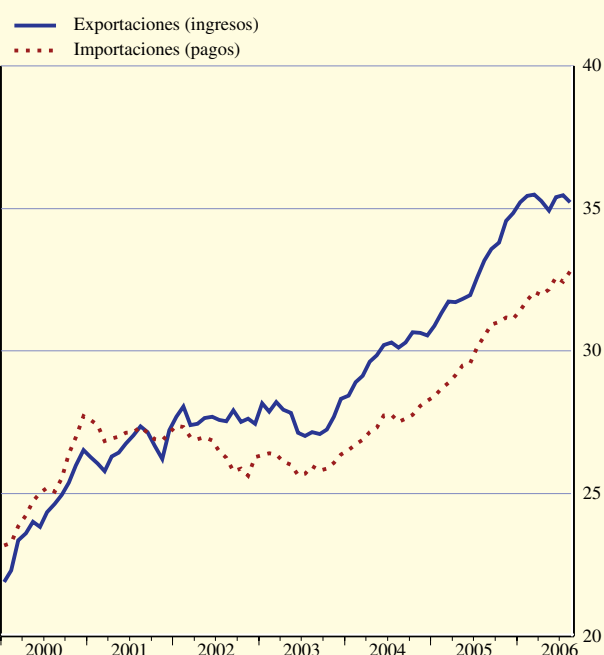
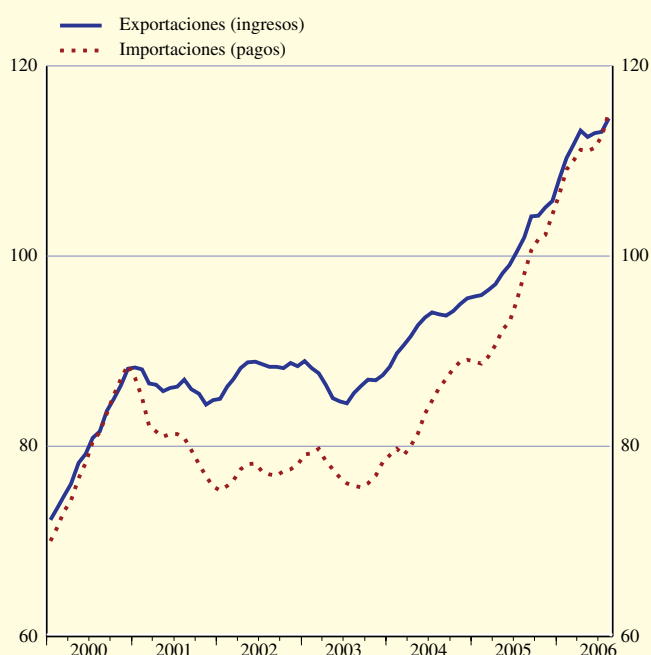
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	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	542,3	555,1	-12,8	329,7	332,6	96,6	91,8	86,3	84,9	29,6	45,8	5,9	3,9
II	578,9	586,5	-7,6	341,8	335,4	106,6	94,5	113,2	123,5	17,3	33,1	4,6	3,6
2006 Jun	204,5	193,8	10,8	118,1	112,9	38,0	32,7	42,2	37,7	6,2	10,5	1,9	1,4
Jul	190,7	188,2	2,5	116,0	110,4	39,1	33,5	31,0	32,8	4,6	11,6	1,9	1,2
Ago	187,9	191,8	-3,9	107,3	111,0	36,9	37,7	37,8	30,5	5,9	12,6	1,6	0,6
	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	559,8	568,0	-8,1	335,2	330,0	106,5	96,2	92,2	97,4	26,0	44,3	.	.
II	572,3	569,6	2,7	338,7	334,0	106,2	97,8	105,7	101,9	21,7	35,9	.	.
2005 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	178,5	178,0	0,5	109,4	108,7	35,5	32,0	30,5	29,3	3,2	8,0	.	.
Feb	195,6	200,0	-4,5	112,9	111,5	36,5	32,6	29,2	32,4	16,9	23,5	.	.
Mar	185,7	189,9	-4,2	112,9	109,8	34,5	31,6	32,5	35,7	5,8	12,8	.	.
Abr	184,6	183,7	0,9	113,8	112,2	34,8	31,7	29,4	27,0	6,6	12,8	.	.
May	192,7	199,8	-7,1	110,9	111,1	35,5	33,2	38,9	42,7	7,4	12,8	.	.
Jun	195,0	186,1	8,9	114,0	110,7	35,9	32,9	37,4	32,2	7,7	10,3	.	.
Jul	187,8	191,7	-3,9	114,2	115,9	35,0	31,3	32,6	32,3	6,0	12,3	.	.
Ago	198,2	205,2	-6,9	115,2	118,7	34,8	34,2	40,7	38,3	7,6	14,0	.	.

### 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 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	2,0	82,3	82,9	19,8	12,2	4,2	3,5	8,2	16,1	23,5	21,2	26,7	29,9
II	4,1	2,9	109,1	120,6	36,4	19,2	4,4	4,0	13,2	40,8	24,6	21,4	30,5	35,2

**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	-50,5	-41,7	-1,8	-39,9	-8,8	0,2	-9,1	19,0	14,7	0,7	14,0	4,3	-0,3	4,6
II	-111,0	-88,7	-6,2	-82,4	-22,4	-1,1	-21,3	98,9	86,6	0,5	86,1	12,3	1,0	11,3
2005 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	-6,5	4,4	-0,6	5,0	-10,9	-0,1	-10,8	3,8	6,2	0,2	6,0	-2,4	0,1	-2,5
Feb	-39,4	-33,8	-1,6	-32,3	-5,6	0,1	-5,7	10,3	12,0	0,4	11,6	-1,7	0,1	-1,8
Mar	-4,6	-12,2	0,4	-12,6	7,6	0,2	7,4	4,9	-3,4	0,2	-3,6	8,3	-0,5	8,9
Abr	-84,4	-59,8	-1,9	-57,9	-24,6	-0,5	-24,1	92,7	78,2	0,0	78,1	14,6	0,2	14,4
May	-14,6	-18,5	-3,3	-15,2	3,9	-0,3	4,2	10,1	8,5	0,4	8,1	1,5	0,4	1,1
Jun	-12,0	-10,3	-1,0	-9,3	-1,7	-0,2	-1,4	-3,9	-0,1	0,1	-0,1	-3,8	0,4	-4,2
Jul	-13,1	-11,6	-1,2	-10,4	-1,4	0,0	-1,4	3,7	3,4	0,2	3,2	0,2	-0,2	0,4
Ago	-1,8	-7,5	-0,8	-6,7	5,8	-0,1	5,8	-1,1	3,1	0,3	2,9	-4,2	-0,1	-4,1

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	AAPP		Otros sectores	
			AAPP		AAPP				AAPP						
	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
III	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4
IV	0,0	-4,8	-53,9	-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	-19,1	-77,9	-0,6	121,2	-0,1	-53,7	-36,2	-0,2	80,8	0,7	2,5	-10,3	-3,8	15,0
II	0,0	11,6	7,6	-2,6	35,5	1,0	-23,9	-26,2	0,1	115,4	-3,2	-7,1	-0,7	-3,2	-11,0
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
Sep	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2
Oct	0,0	4,6	-10,8	-	-4,5	0,6	-17,4	-14,8	-	24,7	0,0	6,4	4,0	-	5,3
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
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	-6,7	-37,2	-	35,5	0,2	-32,8	-2,5	-	1,0	0,4	3,0	-7,5	-	10,2
Feb	0,0	-3,7	-23,4	-	36,2	-0,2	-7,1	-16,9	-	25,0	0,3	1,5	-2,3	-	12,0
Mar	0,0	-8,7	-17,4	-	49,5	-0,1	-13,8	-16,8	-	54,9	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,1
Abr	0,0	3,5	-5,8	-	-9,4	0,5	-6,1	-11,4	-	26,1	-1,1	-6,5	0,2	-	3,9
May	0,0	3,4	12,2	-	-10,2	0,4	-11,2	-11,8	-	65,8	-1,6	-2,2	-2,0	-	1,7
Jun	0,0	4,6	1,2	-	55,1	0,0	-6,6	-3,0	-	23,5	-0,5	1,6	1,1	-	-16,6
Jul	0,0	2,3	-8,2	-	45,5	0,2	-10,5	-4,0	-	0,6	0,4	-18,3	-1,9	-	-5,2
Ago	0,0	-4,8	-5,0	-	-2,8	0,0	-8,9	-8,0	-	7,4	1,0	0,0	2,3	-	3,3

### 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
III	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
IV	-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	-218,3	295,1	-3,4	6,6	7,6	3,8	-3,6	-136,4	222,2	-13,3	12,8	-123,2	209,4	-86,1	-8,4	69,8
II	-103,9	71,4	0,8	2,3	-11,2	-12,1	0,3	-57,6	10,1	-31,4	21,1	-26,2	-10,9	-35,9	15,5	58,6
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
Sep	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
Oct	-53,9	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
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
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	-103,2	144,3	0,1	4,9	3,7	2,3	-2,4	-71,1	117,7	6,6	-1,0	-77,8	118,6	-35,9	-15,8	24,2
Feb	-44,5	73,1	-4,4	0,2	1,2	1,0	-1,2	-3,9	36,3	-7,4	9,8	3,5	26,4	-37,5	-3,4	37,9
Mar	-70,5	77,6	1,0	1,6	2,6	0,5	0,0	-61,5	68,3	-12,5	4,0	-48,9	64,3	-12,7	10,9	7,8
Abr	-82,1	111,6	0,1	-1,3	-4,4	-4,8	4,3	-64,3	82,3	-5,5	9,8	-58,8	72,5	-13,4	6,0	26,3
May	-72,3	64,1	0,0	5,0	-4,1	-4,5	-4,8	-45,1	40,6	-8,4	2,5	-36,7	38,1	-23,1	-3,5	23,3
Jun	50,5	-104,3	0,6	-1,3	-2,6	-2,9	0,9	51,8	-112,8	-17,4	8,8	69,3	-121,6	0,6	13,1	9,0
Jul	-53,7	73,3	0,8	0,1	7,0	6,9	1,8	-42,9	64,5	-13,1	7,6	-29,8	56,9	-18,6	-2,8	7,0
Ago	-2,0	21,1	-2,5	1,3	0,5	-0,1	-0,5	7,9	18,5	-7,7	5,8	15,7	12,6	-7,9	-5,4	1,8

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 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
2005 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
2005 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	6,6	0,1	0,0	7,8	4,0	3,8	-0,1	0,0	-3,2	-0,4
2006 II	0,8	0,0	2,4	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,4	0,0	0,2	0,1

	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 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
2005 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
2005 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	-132,6	-3,9	216,3	5,9	-3,8	-74,0	-65,5	-8,4	-8,4	4,4	60,0	5,4
2006 II	-58,1	0,5	15,7	-5,5	-3,6	-34,7	-50,3	15,5	2,4	4,0	59,6	-4,9

### 8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles						Otros activos	
					Total	Efectivos y depósitos		Valores				Derivados financieros
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,4	18,3	-11,9	-0,1	0,0
2005	18,8	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	0,0
2005 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
2005 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
2005 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	6,1	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,6	4,6	0,0	-0,5
2006 II	-1,4	1,4	0,0	-0,5	-3,0	0,9	2,4	0,0	-6,8	0,5	0,0	0,7

Fuente: BCE.

## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

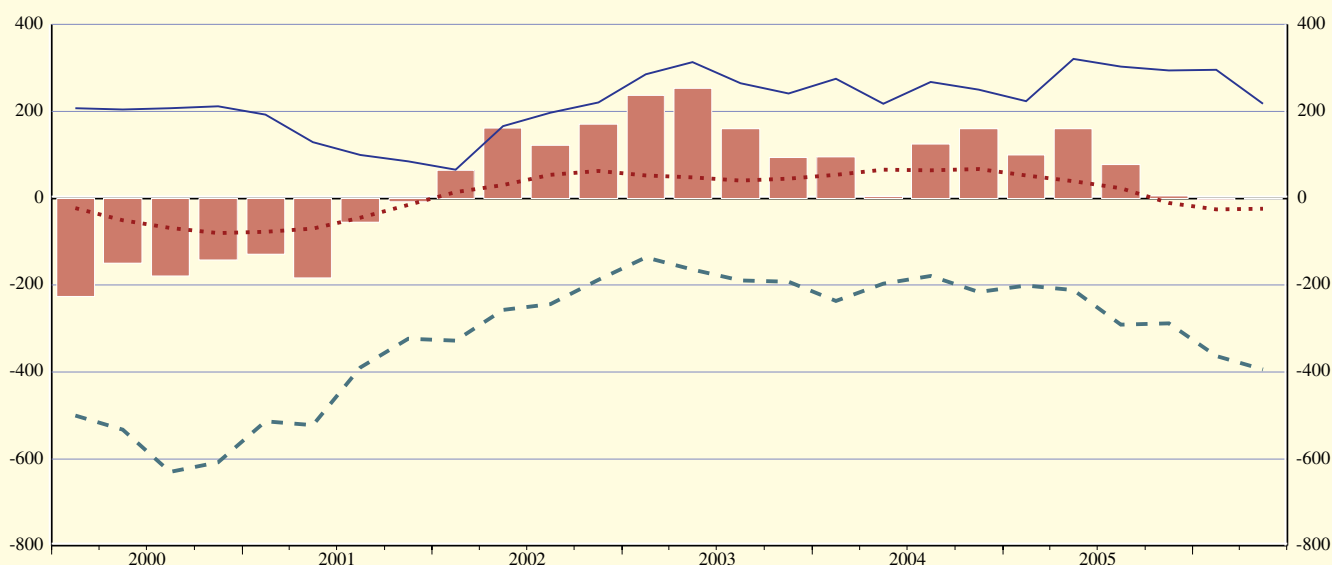
(mm de euros; operaciones)

	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 <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>						
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	5,5
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	-15,2
2006 I	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-54,9	-50,8	-34,1
II	-6,6	-103,8	97,9	-19,3	28,9	100,3	-47,1	58,9	-1,7	-44,5	63,1	66,8
2005 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	34,9
2006 Ene	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,6	-23,9	5,7
Feb	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,3	-19,2
Mar	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	-20,6
Abr	-7,3	-82,0	92,5	-17,0	-13,5	20,4	-17,8	30,6	-5,6	-17,8	-17,5	-7,3
May	-10,7	-11,0	9,7	-1,6	-10,6	63,3	-27,2	18,5	2,0	-21,2	11,0	11,2
Jun	11,4	-10,7	-4,3	-0,7	53,1	16,6	-2,0	9,8	1,9	-5,5	69,6	62,9
Jul	3,2	-11,8	3,8	-14,1	27,3	-1,0	-11,6	8,8	1,8	-15,4	-9,2	4,4
Ago	-2,8	-0,9	-1,0	-10,7	1,1	3,3	-7,4	1,3	-3,9	6,8	-14,1	-11,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2006 Ago	-25,6	-223,0	157,0	-274,5	233,0	217,2	-206,7	205,0	-22,3	-108,9	-48,9	-10,5

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones<sup>2)</sup>



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					
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	2.179,5	793,1	45,1	69,6	418,6	201,4	58,4	28,8	53,9	142,8	373,2	787,7
Bienes	1.307,9	454,0	30,6	46,5	216,2	160,7	0,1	17,1	34,0	72,6	195,5	534,8
Servicios	417,9	147,0	8,2	11,2	101,3	21,2	5,1	6,1	12,0	40,4	78,4	133,9
Renta	369,3	131,9	5,9	11,3	91,5	17,3	5,8	5,1	7,1	23,7	92,7	108,9
de la cual: rentas de la inversión	353,3	126,6	5,8	11,2	89,8	17,2	2,6	5,1	7,0	17,6	91,2	105,8
Tranferencias corrientes	84,4	60,2	0,5	0,6	9,6	2,2	47,3	0,4	0,8	6,1	6,7	10,2
<b>Cuenta de capital</b>	23,3	19,8	0,0	0,0	0,8	0,3	18,7	0,0	0,0	0,4	0,5	2,4
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	2.214,2	706,3	37,7	66,4	349,6	161,4	91,1	21,0	82,3	135,4	335,7	933,5
Bienes	1.283,5	365,0	26,2	43,2	166,8	128,9	0,0	10,1	52,2	65,1	124,9	666,3
Servicios	380,6	120,0	6,8	9,1	79,3	24,7	0,2	5,5	7,6	30,8	85,4	131,3
Renta	397,7	125,5	4,3	13,4	95,5	6,5	5,8	4,2	22,2	34,4	117,7	93,7
de la cual: rentas de la inversión	387,4	120,5	4,2	13,3	94,4	2,6	5,8	4,1	22,1	33,8	116,8	90,2
Tranferencias corrientes	152,4	95,8	0,4	0,7	8,1	1,4	85,1	1,2	0,3	5,2	7,7	42,2
<b>Cuenta de capital</b>	12,7	1,4	0,0	0,1	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	1,1	9,8
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	-34,7	86,8	7,4	3,2	69,0	40,0	-32,7	7,8	-28,4	7,3	37,6	-145,8
Bienes	24,4	89,0	4,4	3,3	49,4	31,8	0,1	7,0	-18,2	7,5	70,6	-131,5
Servicios	37,3	27,0	1,4	2,1	22,0	-3,5	5,0	0,6	4,5	9,6	-7,0	2,6
Renta	-28,3	6,4	1,6	-2,1	-4,0	10,8	0,0	0,9	-15,1	-10,7	-25,0	15,1
de la cual: rentas de la inversión	-34,1	6,1	1,6	-2,2	-4,6	14,5	-3,2	1,0	-15,1	-16,2	-25,6	15,7
Tranferencias corrientes	-68,0	-35,6	0,0	-0,1	1,5	0,8	-37,8	-0,7	0,5	0,9	-1,0	-32,0
<b>Cuenta de capital</b>	10,5	18,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	18,5	-0,1	0,0	0,1	-0,6	-7,3

#### 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						
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-161,5	-130,7	1,7	13,6	-122,7	-23,2	0,0	-0,6	11,0	7,5	-14,3	9,7	-44,1
En el exterior	-324,7	-236,7	0,6	4,1	-218,0	-23,4	0,0	-6,4	8,0	0,0	-24,0	-15,4	-50,3
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-255,3	-213,6	-0,7	0,3	-191,0	-22,1	0,0	-1,8	8,5	-0,6	3,2	-6,6	-44,4
Otro capital	-69,4	-23,1	1,4	3,9	-27,0	-1,3	0,0	-4,6	-0,5	0,7	-27,2	-8,8	-5,9
En la zona del euro	163,2	106,0	1,1	9,5	95,3	0,2	0,0	5,8	3,0	7,5	9,6	25,1	6,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	124,9	82,7	0,3	9,3	71,8	1,1	0,0	4,7	2,7	5,1	-10,3	36,2	3,8
Otro capital	38,3	23,4	0,7	0,1	23,5	-1,0	0,0	1,1	0,3	2,3	19,9	-11,0	2,4

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						
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-462,3	-135,5	-0,6	-11,9	-105,6	-12,8	-4,5	-9,8	-31,0	1,5	-107,6	-80,9	-98,9
Acciones y participaciones	-168,6	-14,4	0,8	-5,5	-9,0	-0,7	0,0	-4,5	-23,1	4,8	-49,5	-23,9	-58,0
Valores distintos de acciones	-293,7	-121,0	-1,4	-6,4	-96,6	-12,2	-4,5	-5,4	-7,9	-3,3	-58,2	-56,9	-41,0
Bonos y obligaciones	-274,5	-105,9	-0,9	-3,7	-82,5	-13,7	-5,0	-4,1	-6,8	-1,2	-63,6	-51,1	-41,9
Inst. del mercado monetario	-19,1	-15,2	-0,5	-2,6	-14,1	1,6	0,5	-1,2	-1,1	-2,1	5,5	-5,9	0,9

### 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							
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Otras inversiones</b>	130,7	14,8	-8,8	12,9	12,6	-13,7	11,7	-2,1	34,2	-20,3	44,2	47,8	10,1	2,0
Activos	-552,1	-368,8	-25,4	4,1	-320,2	-26,9	-0,3	-3,4	17,6	-42,8	8,0	-67,1	-2,4	-93,3
AAPP	1,8	-5,5	1,4	-0,8	-5,5	0,1	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,3	8,0
IFM	-358,5	-202,6	-26,0	5,2	-158,3	-23,7	0,2	-3,3	16,9	-37,2	-6,5	-46,6	-0,7	-78,4
Otros sectores	-195,5	-160,6	-0,7	-0,4	-156,4	-3,3	0,2	-0,2	0,7	-5,6	13,9	-20,5	-0,4	-22,8
Pasivos	682,9	383,5	16,6	8,8	332,8	13,2	12,1	1,3	16,6	22,5	36,2	115,0	12,5	95,3
AAPP	-4,1	-2,9	0,0	0,0	-2,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0	1,0	-1,2
IFM	478,4	219,6	16,0	7,6	183,5	11,2	1,3	1,7	14,3	17,7	17,0	109,8	11,3	87,1
Otros sectores	208,6	166,8	0,6	1,3	151,9	2,1	11,0	-0,4	2,2	5,2	20,0	5,2	0,2	9,3

### 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
<b>Inversiones directas</b>	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
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	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
<b>Otras inversiones</b>	-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							
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	-960,3	-11,6	327,7	-1.217,9	-6,7	-390,6	327,2
II	-955,0	-11,5	340,7	-1.280,3	-2,0	-337,2	323,8
Activos: saldos vivos							
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	11.277,9	135,9	2.747,5	4.082,3	269,7	3.851,3	327,2
II	11.297,5	136,1	2.837,0	3.963,5	268,3	3.904,9	323,8
Pasivos: saldos vivos							
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	12.238,3	147,4	2.419,8	5.300,2	276,4	4.241,9	-
II	12.252,5	147,6	2.496,3	5.243,8	270,3	4.242,1	-

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	2.219,1	163,4	2.055,7	528,4	6,8	521,6	1.814,7	44,3	1.770,4	605,1	10,0	595,1
II	2.288,0	165,6	2.122,4	549,0	7,3	541,7	1.883,6	44,4	1.839,2	612,6	10,1	602,6

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

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones													
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario								
	Activos					Activos					Pasivos								
	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
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	121,5	28,7	1.722,1	2.671,4	6,7	733,4	11,0	1.145,7	2.309,8	0,2	247,7	4,1	58,4	319,0				
II	2,8	104,9	29,7	1.611,5	2.561,9	5,8	732,5	10,7	1.144,3	2.369,8	3,3	253,6	7,3	57,0	312,0				

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	86,5	0,3	0,1	50,2	42,1	8,1	43,3	0,0	40,8	2,7
II	7,9	0,2	88,5	0,3	0,1	60,6	40,4	20,2	42,6	0,0	41,1	2,8

	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	2.575,2	55,5	3.236,0	54,7	189,2	789,0	420,2	368,9	140,4	130,2	607,3	83,3
II	2.588,6	53,6	3.197,0	47,2	190,9	823,8	470,0	353,7	136,7	134,1	653,4	77,9

### 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	
<b>Eurosistema</b>																
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	327,2	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
II	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,0
2006 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
Sep	325,0	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	26,8	-21,9
<b>de los cuales depositados en el Banco Central Europeo</b>																
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	40,5	11,1	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
II	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
2006 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
Sep	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,7

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	512,9	227,8	309,6	949,2	984,6	559,4	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,3	222,8	300,4	924,0	991,2	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,6	247,4	313,6	999,4	1.074,9	605,4	184,1	256,3	770,2	129,5
2005	7,4	12,7	1.237,7	588,2	267,3	330,6	1.068,7	1.217,2	697,7	202,9	273,6	842,8	184,4
2005 I	3,3	8,9	291,4	138,6	62,5	78,2	255,4	278,6	159,6	44,2	64,6	198,5	37,1
II	6,2	11,2	302,8	144,5	64,7	81,6	258,9	293,6	167,2	50,4	66,5	201,6	41,6
III	10,0	15,1	319,5	150,3	70,6	85,0	275,1	317,9	183,7	53,2	70,4	217,9	52,7
IV	9,8	15,1	324,0	154,7	69,4	85,9	279,3	327,1	187,1	55,2	72,1	224,8	53,0
2006 I	16,5	23,0	332,8	159,3	71,2	89,0	285,2	336,4	197,0	52,4	73,8	224,6	55,8
II	9,6	14,6	338,5	161,2	71,3	89,4	290,5	343,5	203,1	51,6	74,0	232,5	56,0
2006 Mar	18,8	22,5	112,2	54,2	23,7	29,9	95,1	112,1	66,3	17,2	24,7	74,4	19,8
Abr	5,6	9,5	112,5	53,4	23,5	29,2	96,0	113,9	66,1	17,0	24,3	76,9	17,7
May	14,3	20,1	112,5	53,7	23,9	30,1	96,9	114,8	68,4	17,4	25,0	77,3	19,5
Jun	8,8	14,1	113,5	54,1	23,9	30,0	97,5	114,8	68,6	17,2	24,6	78,3	18,7
Jul	7,3	13,7	111,1	53,4	22,5	29,3	95,1	117,4	68,9	16,4	24,6	78,4	18,8
Ago	7,4	10,3	114,7	54,9	23,4	30,6	98,4	120,2	73,2	17,4	25,2	80,2	.
En términos nominales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,2	108,4	98,2	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,0	115,0	109,3	102,0	100,4	95,4	110,5	100,1	104,9
2004	9,1	6,7	118,2	115,4	121,5	120,0	118,7	108,0	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,4	4,5	124,1	119,1	129,6	123,9	124,3	113,4	106,9	120,0	123,4	115,4	109,6
2005 I	1,0	2,5	118,7	114,4	122,6	119,0	120,2	109,3	105,5	106,1	119,3	110,3	107,9
II	4,2	5,3	122,4	118,3	125,9	123,3	121,2	112,0	105,8	120,4	121,7	111,4	106,3
III	6,7	5,4	127,3	121,0	136,5	126,4	127,4	115,6	108,3	124,4	125,9	118,6	113,3
IV	5,6	4,9	127,8	122,8	133,5	126,8	128,6	116,8	108,0	129,1	126,8	121,2	110,8
2006 I	11,4	8,6	129,5	124,9	135,7	130,0	130,1	116,4	109,6	120,0	128,0	118,8	108,6
II	5,3	3,7	131,5	126,3	136,3	129,9	132,6	118,5	111,0	121,0	130,0	123,5	104,0
2006 Mar	13,7	10,0	130,7	127,2	135,6	130,5	129,8	116,6	110,3	118,1	128,9	117,9	116,1
Abr	1,6	-1,6	131,2	125,8	135,2	127,6	131,6	117,5	108,4	118,2	127,1	121,9	100,3
May	9,1	7,3	131,1	125,9	136,0	131,4	132,6	119,0	112,3	122,4	131,5	122,8	109,1
Jun	5,3	5,3	132,3	127,1	137,6	130,6	133,6	119,1	112,2	122,3	131,4	125,8	102,6
Jul	4,2	5,9	129,6	125,2	129,6	127,7	130,2	120,6	111,1	117,6	128,1	124,2	101,7
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	98,3	94,4	100,1	97,1	99,5	102,5	91,1	98,1	96,7	112,1
II	2,0	5,5	98,7	99,2	95,1	100,9	97,6	102,3	107,1	91,5	99,0	97,2	127,8
III	3,0	9,2	100,0	100,9	95,8	102,5	98,7	107,3	114,9	93,5	101,2	98,7	151,5
IV	4,0	9,8	101,1	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,3	93,5	102,9	99,6	155,9
2006 I	4,6	13,3	102,4	103,6	97,1	104,4	100,2	112,8	121,7	95,5	104,4	101,6	167,5
II	4,0	10,5	102,6	103,7	96,8	104,9	100,1	113,1	123,9	93,2	103,1	101,1	175,3
2006 Mar	4,5	11,4	102,7	103,8	97,0	104,7	100,4	112,6	122,0	95,5	104,1	101,7	166,8
Abr	4,0	11,2	102,5	103,5	96,5	104,8	100,0	113,5	123,8	94,3	104,0	101,6	172,4
May	4,8	11,9	102,7	103,8	97,4	104,6	100,2	113,0	123,7	93,1	103,4	101,4	175,2
Jun	3,3	8,4	102,6	103,7	96,5	105,2	100,1	112,8	124,2	92,1	101,8	100,3	178,4
Jul	3,0	7,4	102,6	103,9	96,6	104,9	100,1	113,9	126,0	91,6	104,3	101,7	180,3
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2002	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,4	100,3
2003	1.060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,3	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,8	101,0
2004	1.146,9	25,6	41,8	203,9	128,0	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	112,9
2005	1.237,7	28,6	44,9	202,9	142,3	43,1	70,2	34,6	184,8	43,6	34,1	165,8	72,9	46,7	123,1
2005 I	291,4	6,7	11,0	49,9	33,3	9,9	17,4	7,9	43,5	10,2	8,5	38,9	17,1	11,0	26,1
II	302,8	7,0	11,1	49,7	33,8	10,5	16,9	8,2	45,2	10,1	8,5	40,5	17,2	11,4	32,9
III	319,5	7,3	11,4	51,6	36,2	11,2	17,9	9,1	47,2	11,5	8,5	44,0	19,4	12,2	31,8
IV	324,0	7,6	11,4	51,8	39,0	11,5	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,1	32,2
2006 I	332,8	7,6	11,6	52,7	40,9	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,5	32,3
II	338,5	7,8	12,2	53,8	42,9	12,8	18,2	9,8	49,2	12,7	8,3	44,8	19,1	13,4	33,5
2006 Mar	112,2	2,6	3,9	17,7	13,7	4,1	6,0	3,3	16,8	4,2	2,9	14,5	6,2	4,4	12,0
Abr	112,5	2,5	3,9	17,7	14,5	4,2	6,1	3,2	16,6	4,2	2,8	15,2	6,3	4,3	11,0
May	112,5	2,6	4,1	17,8	14,1	4,2	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	14,4	6,3	4,2	11,9
Jun	113,5	2,7	4,2	18,2	14,3	4,4	6,1	3,3	16,1	4,3	2,8	15,2	6,5	4,9	10,6
Jul	111,1	2,6	4,2	17,5	14,4	4,4	6,4	3,0	16,0	4,2	2,8	14,8	6,2	3,9	10,7
Ago	114,7	.	.	.	.	4,5	6,4	3,2	16,4	4,3	2,8	14,6	6,2	4,5	.
<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
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2002	984,6	23,0	35,7	149,7	93,5	42,1	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	143,0	67,8	39,4	80,6
2003	991,2	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,2	141,8	68,9	39,8	84,7
2004	1.074,9	25,3	39,6	144,1	107,1	56,3	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,6	45,1	88,1
2005	1.217,2	25,4	41,9	151,4	116,7	75,4	58,1	24,8	120,4	117,6	52,9	188,8	95,0	53,1	95,6
2005 I	278,6	6,2	10,0	36,0	27,2	17,2	13,5	6,3	28,5	26,2	12,9	41,8	20,4	12,1	20,4
II	293,6	6,4	10,2	36,7	28,6	18,0	14,4	5,8	30,0	27,7	12,6	43,6	22,2	12,2	25,1
III	317,9	6,2	10,7	39,4	29,9	19,9	14,9	6,1	30,9	31,3	13,6	50,8	26,3	13,9	24,1
IV	327,1	6,5	11,0	39,4	30,9	20,3	15,4	6,6	30,9	32,5	13,8	52,6	26,1	14,9	26,1
2006 I	336,4	6,7	11,3	40,7	32,3	23,6	15,1	6,7	31,7	33,4	13,9	51,1	26,9	15,6	27,2
II	343,5	6,7	11,5	43,3	34,2	24,8	15,4	7,5	31,5	34,4	13,7	53,0	27,2	15,7	24,5
2006 Mar	112,1	2,3	3,8	13,9	10,7	8,2	5,1	2,3	10,4	11,1	4,5	16,2	9,0	5,2	9,3
Abr	113,9	2,3	3,7	14,6	11,3	7,8	5,1	2,6	10,4	11,2	4,4	17,7	8,8	5,1	8,9
May	114,8	2,3	3,9	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,4	4,5	17,9	9,2	5,2	8,0
Jun	114,8	2,1	3,8	14,0	11,5	8,6	5,3	2,5	10,7	11,9	4,8	17,3	9,1	5,4	7,7
Jul	117,4	2,5	4,0	14,0	11,7	7,8	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	9,0	5,5	9,9
Ago	120,2	.	.	.	.	8,7	5,4	2,4	10,8	11,6	4,7	18,7	10,0	5,6	.
<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	7,9
<b>Saldo</b>															
2002	98,9	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,0	19,7
2003	69,0	1,2	1,7	56,0	15,6	-18,1	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-1,9	16,2
2004	71,9	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,0	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,7	-11,3	-8,9	-4,5	24,8
2005	20,4	3,2	3,0	51,5	25,6	-32,3	12,0	9,8	64,4	-74,0	-18,9	-22,9	-22,2	-6,4	27,5
2005 I	12,8	0,5	1,1	13,9	6,0	-7,3	3,9	1,7	15,0	-16,0	-4,5	-2,9	-3,3	-1,2	5,8
II	9,2	0,6	0,8	13,0	5,1	-7,5	2,5	2,4	15,2	-17,7	-4,1	-3,2	-5,0	-0,8	7,9
III	1,5	1,1	0,7	12,2	6,4	-8,7	3,0	2,9	16,3	-19,8	-5,1	-6,7	-6,9	-1,7	7,7
IV	-3,1	1,1	0,4	12,4	8,1	-8,8	2,6	2,8	17,8	-20,6	-5,3	-10,2	-6,9	-2,8	6,2
2006 I	-3,5	0,8	0,3	12,0	8,5	-11,5	2,9	3,0	18,5	-20,9	-5,1	-7,2	-7,9	-2,2	5,1
II	-5,0	1,1	0,7	10,5	8,7	-12,0	2,8	2,3	17,7	-21,7	-5,4	-8,2	-8,1	-2,3	9,0
2006 Mar	0,0	0,2	0,2	3,8	3,0	-4,2	0,8	0,9	6,4	-6,9	-1,7	-1,7	-2,7	-0,8	2,6
Abr	-1,4	0,2	0,2	3,1	3,2	-3,6	1,0	0,7	6,2	-7,0	-1,6	-2,5	-2,5	-0,8	2,1
May	-2,3	0,3	0,2	3,2	2,7	-4,2	1,0	0,8	6,0	-7,2	-1,7	-3,5	-2,9	-1,0	4,0
Jun	-1,3	0,5	0,3	4,2	2,7	-4,2	0,8	0,8	5,5	-7,5	-2,1	-2,2	-2,6	-0,5	2,9
Jul	-6,2	0,1	0,2	3,6	2,7	-3,3	1,1	0,7	5,3	-7,5	-1,9	-3,6	-2,8	-1,6	0,8
Ago	-5,5	.	.	.	.	-4,1	1,0	0,7	5,6	-7,3	-1,9	-4,1	-3,8	-1,1	.

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

## TIPOS DE CAMBIO

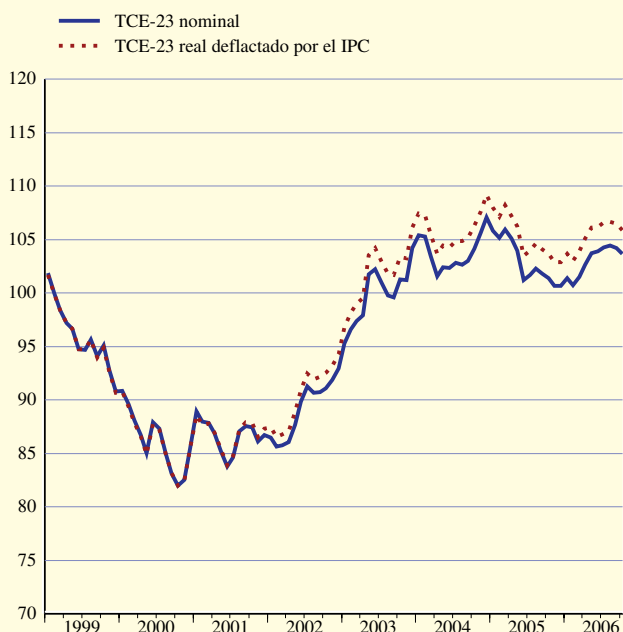
### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(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	102,1	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	102,0	103,0	95,0	98,8	107,2	101,1
II	103,5	105,8	104,3	105,1	96,7	100,4	109,9	103,5
III	104,3	106,6	105,1	-	-	-	111,0	104,4
2005 Oct	101,4	103,6	101,4	-	-	-	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	103,6	-	-	-	108,6	102,4
May	103,8	106,1	104,7	-	-	-	110,3	103,8
Jun	103,9	106,2	104,7	-	-	-	110,9	104,2
Jul	104,3	106,6	105,2	-	-	-	111,0	104,5
Ago	104,4	106,7	105,3	-	-	-	111,1	104,4
Sep	104,2	106,5	104,7	-	-	-	110,9	104,1
Oct	103,7	105,9	103,9	-	-	-	110,2	103,5
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2006 Oct	-0,5	-0,5	-0,8	-	-	-	-0,6	-0,6
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2006 Oct	2,2	2,2	2,5	-	-	-	2,3	1,7

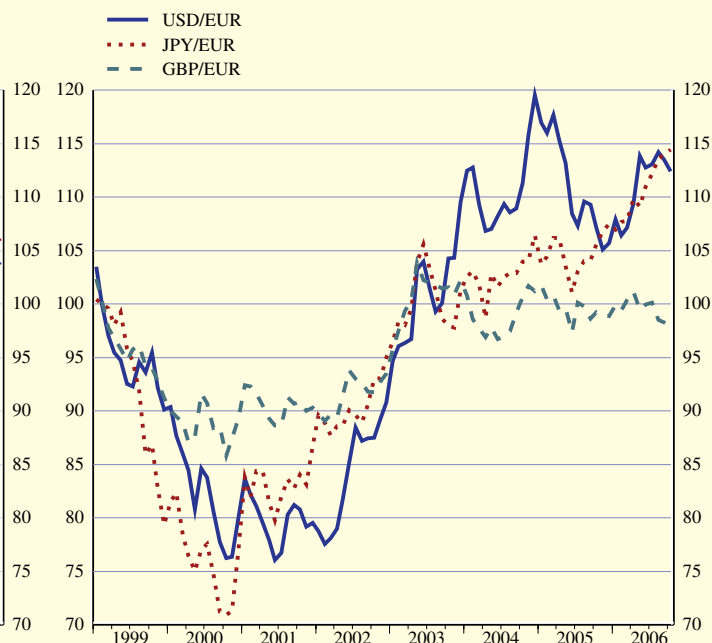
### C35 Tipos de cambio efectivos

(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 surcoreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
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 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
Oct	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1.202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
	% variación sobre mes anterior											
2006 Oct	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	0,4	0,4	-0,9	-0,9	-1,0	0,2	1,7	-0,6
	% variación sobre año anterior											
2006 Oct	-0,1	-1,8	-1,3	5,0	8,4	2,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6	7,2	5,0
	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 <sup>1)</sup> 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 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
Oct	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	239,60	36,804	1,9558	3,5191
	% variación sobre mes anterior											
2006 Oct	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,0	-1,6	0,0	-1,8	0,0	-0,2
	% variación sobre año anterior											
2006 Oct	-4,7	0,0	0,6	-0,1	0,0	6,1	0,0	-0,5	0,0	-5,4	0,0	-
	Yuan renminbi chino <sup>2)</sup> 25	Kuna croata <sup>2)</sup> 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia <sup>2)</sup> 28	Ringgit malasio <sup>2)</sup> 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino <sup>2)</sup> 31	Rublo ruso <sup>2)</sup> 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés <sup>2)</sup> 34	Nueva lira turca <sup>3)</sup> 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 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	
Oct	9,9651	7,3913	86,29	11.569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654	
	% variación sobre mes anterior											
2006 Oct	-1,3	0,0	-3,4	-0,7	-0,7	-2,0	-1,6	-0,5	2,0	-1,2	-1,1	
	% variación sobre año anterior											
2006 Oct	2,5	0,1	17,7	-4,5	2,3	10,8	-5,6	-1,3	21,9	-4,2	14,2	

Fuente: BCE.

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

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

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

# EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

## 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
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
III	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	2,5	4,8	1,5	2,4
2006 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
Sep	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	2,5	4,5	1,2	2,4
Déficit (-) / superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB													
2003	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-6,3	-10,0	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-5,3	-5,0	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,2
2005	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-6,5	-3,2	-2,5	-1,4	-3,1	3,0	-3,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB													
2003	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	55,8	70,2	43,9	28,5	42,7	51,8	38,9
2004	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	56,3	74,9	41,9	28,7	41,6	50,5	40,4
2005	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	57,7	74,2	42,0	28,0	34,5	50,4	42,4
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2006 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
Sep	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	3,98	4,79	3,70	4,44
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2006 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
Sep	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	3,55	4,95	2,83	5,03
PIB real													
2004	4,2	1,9	8,1	3,9	8,6	7,3	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	3,7	3,1
2005	6,1	3,0	10,5	3,7	10,2	7,6	4,1	2,2	3,3	3,9	6,0	2,7	1,8
2006 I	7,1	3,5	11,6	3,4	13,1	8,1	4,3	-1,8	4,6	4,8	6,7	4,2	2,3
II	6,2	3,6	11,8	3,8	11,1	8,5	4,0	5,5	5,6	5,6	6,7	4,8	2,6
III	.	.	.	.	.	7,1	.	.	.	.	.	.	2,8
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2004	-6,5	2,4	-11,7	-4,2	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-3,1	-3,3	6,8	-1,5
2005	-1,9	3,5	-9,5	-5,2	-11,4	-5,9	-5,9	-7,1	-1,4	-2,4	-8,6	6,3	-2,1
2005 IV	-2,4	2,6	-7,9	-23,8	-14,3	-6,0	-4,7	-15,9	-1,7	-6,5	-14,9	5,6	-2,1
2006 I	0,7	-0,8	-11,3	-12,2	-13,0	-9,6	-7,4	-12,4	-1,6	-2,0	-6,4	5,7	-2,8
II	-6,3	2,5	-9,7	-4,0	-16,5	-9,0	-6,4	-7,9	-1,5	0,7	-9,5	5,7	-3,0
Costes laborales unitarios													
2004	1,8	1,0	4,4	0,8	6,6	3,0	5,6	1,1	-1,5	3,6	3,2	-0,6	2,1
2005	-0,6	1,2	2,7	1,5	5,8	3,7	.	-0,1	0,4	1,6	1,2	1,4	.
2005 IV	-1,3	0,5	4,3	-	-	5,8	-	-1,8	-	-	1,2	2,6	.
2006 I	-0,2	1,4	3,7	-	-	3,6	-	.	-	-	3,3	-1,5	.
II	.	1,5	5,1	-	-	3,5	-	.	-	-	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	8,8	8,2	7,2	7,3	17,7	6,5	16,3	7,8	4,8
2006 I	7,6	4,2	5,9	5,3	7,6	5,8	7,4	7,6	15,2	6,4	14,2	7,8	5,2
II	7,3	4,1	6,3	5,2	7,3	5,8	7,3	7,6	14,4	6,3	13,6	.	5,5
III	7,1	3,6	4,5	5,1	7,0	6,0	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	.	.
2006 May	7,3	4,1	6,2	5,3	7,2	5,7	7,2	7,5	14,4	6,3	13,6	.	5,5
Jun	7,1	4,0	6,1	5,2	7,1	5,7	7,2	7,6	14,2	6,2	13,5	.	5,5
Jul	7,2	3,7	4,7	5,2	7,3	5,7	7,5	7,5	14,4	6,1	13,2	.	5,6
Ago	7,1	3,7	4,6	5,1	7,0	6,0	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	.	.
Sep	7,0	3,5	4,4	5,0	6,8	6,1	7,6	7,5	14,1	5,7	12,8	.	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

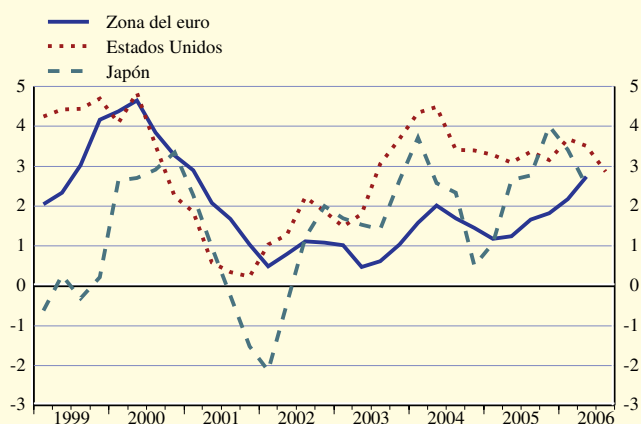
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos bancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2002	1,6	0,3	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,4
2003	2,3	0,8	2,5	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	5,0	5,5	5,0	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2005 III	3,8	0,3	3,4	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,3	48,7
IV	3,7	-0,9	3,1	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 I	3,6	2,1	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
II	4,0	2,3	3,5	5,7	4,6	9,0	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
III	3,3	.	2,9	6,1	4,7	9,0	5,43	4,90	1,2743	.	.
2006 Jun	4,3	-	-	5,9	4,6	9,2	5,38	5,10	1,2650	-	-
Jul	4,1	-	-	6,2	4,8	9,3	5,50	5,10	1,2684	-	-
Ago	3,8	-	-	6,0	4,7	9,0	5,42	4,88	1,2811	-	-
Sep	2,1	-	-	6,2	4,6	8,9	5,38	4,72	1,2727	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	5,37	4,73	1,2611	-	-
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	0,6	.	.	5,3	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 Jun	0,5	-2,5	-	5,0	4,2	1,2	0,32	1,87	145,11	-	-
Jul	0,3	-2,5	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
Ago	0,9	.	-	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
Sep	0,6	.	-	5,1	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
Oct	.	.	-	.	.	.	0,44	1,76	149,65	-	-

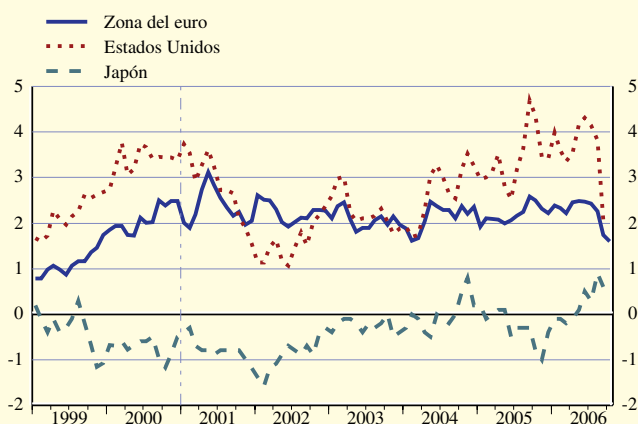
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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).



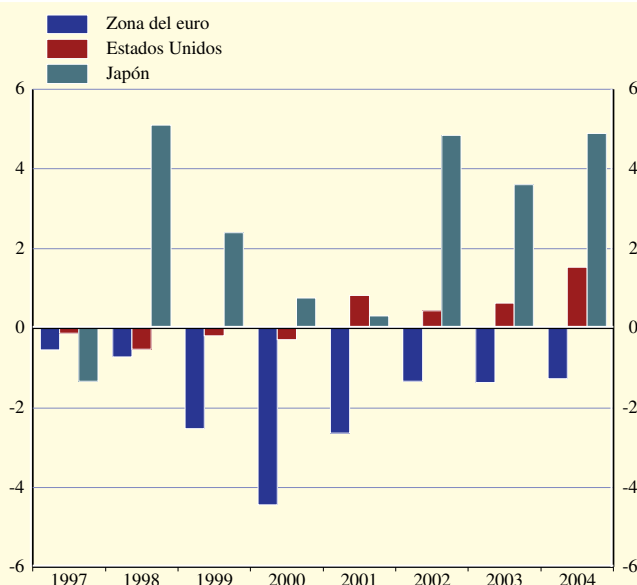
9.2 En Estados Unidos y Japón  
(en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras					Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>				
	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 <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	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

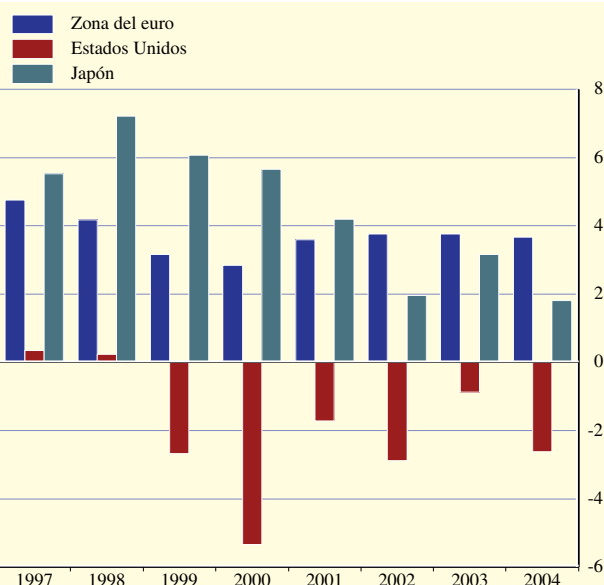
C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(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](http://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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>.

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](http://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 VALORES<sup>4</sup>

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos 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

<sup>4</sup> 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](http://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 IAPC<sup>4</sup>

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](mailto: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 31 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 Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos 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 plazo<sup>3</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>4</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>5</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>6</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por 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 2000<sup>7</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento 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 2002<sup>8</sup>, 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)<sup>9</sup>, 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](http://www.cmfb.org)). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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-

<sup>1</sup> 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.

### **2 DE NOVIEMBRE 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 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.







## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2005. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre agosto y octubre 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](mailto: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.
- «“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.
- «La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.
- «Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 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.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 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. Dorrucchi e I. Agur, diciembre 2005.
- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.
- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y J. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 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.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Castrén, 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.
- 680 «Comparing alternative predictors based on large-panel factor models», por A. D'Agostino y D. Giannone, octubre 2006.
- 681 «Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the United States», por G. W. Beck, K. Hubrich y M. Marcellino, octubre 2006.
- 682 «Is reversion to PPP in euro exchange rates non-linear?», por Bernd Schnatz, octubre 2006.
- 683 «Financial integration of new EU Member States», por L. Cappiello, B. Gérard, A. Kadareja y S. Manganelli, octubre 2006.
- 684 «Inflation dynamics and regime shifts», por J. Lendvai, octubre 2006.
- 685 «Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility», por M. Fidora, M. Fratzscher y C. Thimann, octubre 2006.
- 686 «Stale information, shocks and volatility», por R. Gropp y A. Kadareja, octubre 2006.
- 687 «Credit growth in central and eastern Europe: new (over)shooting stars?», por B. Égert, P. Backé y T. Zumer, octubre 2006.
- 688 «Determinants of workers' remittances – evidence from the European neighbouring region», por I. Schioppa y N. Siegfried, octubre 2006.
- 689 «The effect of financial development on the investment cash flow relationship: cross-country evidence from Europe», por B. Becker y J. Sivadasan, octubre 2006.
- 690 «Optimal simple monetary policy rules and non-atomistic wage-setters in a New Keynesian framework», por S. Gnocchi, octubre 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.

«Eurosistema 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. Eurosistema contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005 (sólo en Internet).

«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosistema 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 Eurosystem, 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.  
«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).  
«EU banking structures», octubre 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](http://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.