



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

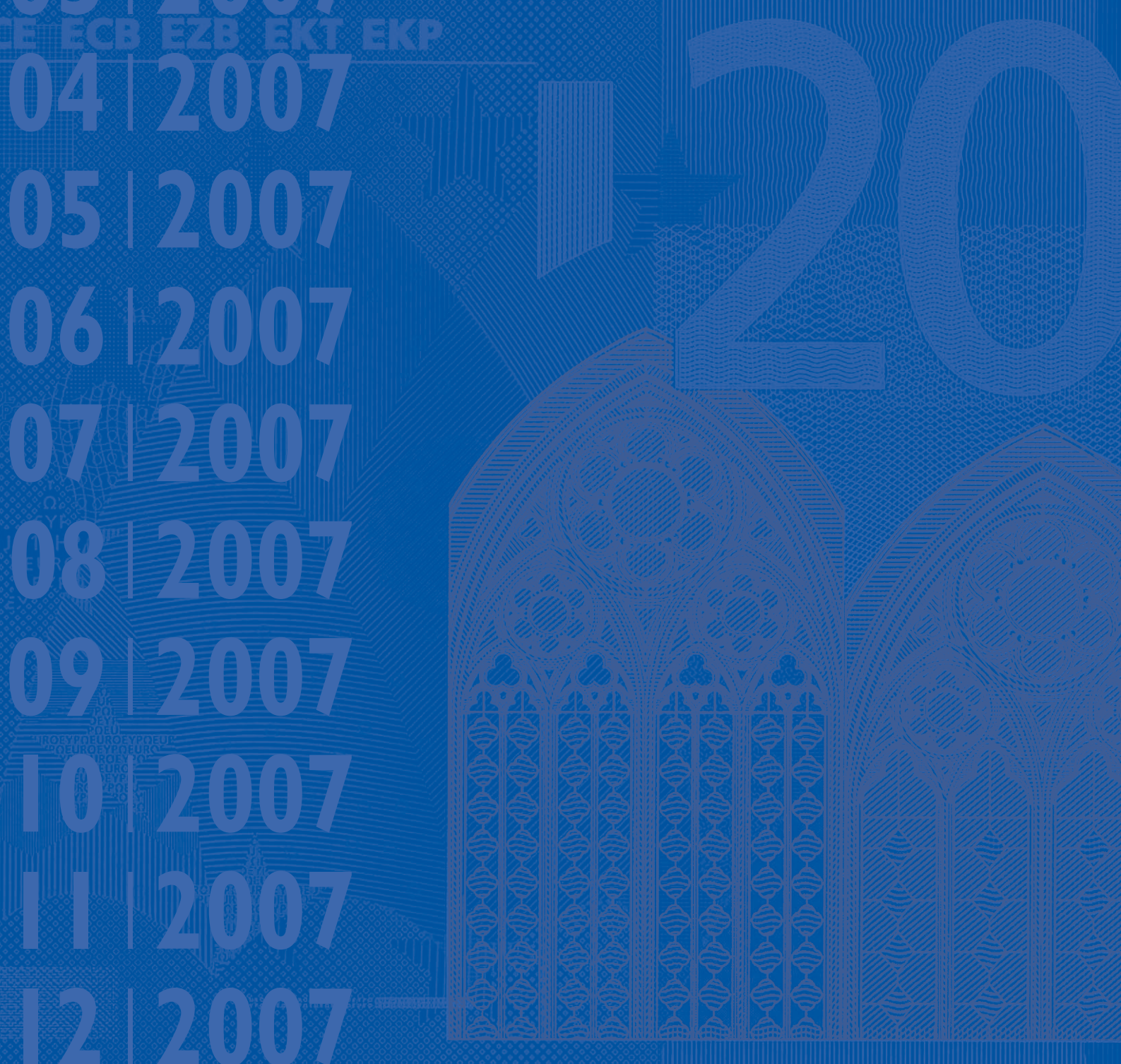
09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007

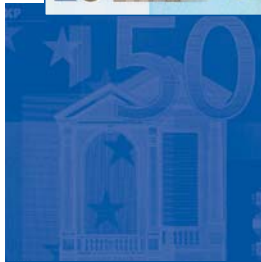
BOLETÍN MENSUAL
ENERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL ENERO 2007

En el año 2007,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 20 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, 2007

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2007

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 10 de enero de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	14
Precios y costes	35
Producto, demanda y mercado de trabajo	43
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	51
Recuadros	
1 Evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3	16
2 Factores determinantes de la fuerte aceleración de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro	21
3 Incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC	36
4 Evolución de los datos de las encuestas sobre los límites a la producción industrial	45
5 Explicación de los cambios recientes en la posición de inversión internacional neta de la zona del euro	56
ARTÍCULOS	
La UE ampliada y las economías de la zona del euro	59
Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década	67
La expansión de la economía china en perspectiva	81
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2005	III
Glosario	VII

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<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
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 11 de enero de 2007, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, el 7 de diciembre de 2006, ha corroborado los argumentos que fundamentaron su decisión de aumentar los tipos de interés. Asimismo, esta información ha confirmado que sigue siendo esencial realizar un seguimiento muy atento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse, lo que permitirá mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria siga contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. La orientación de la política monetaria del BCE sigue siendo acomodaticia, considerando que los tipos de interés oficiales del BCE continúan situados en niveles bajos, que el crecimiento monetario y del crédito es muy dinámico, y que la situación de liquidez de la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,5% en el tercer trimestre del 2006, frente a las tasas muy altas de crecimiento registradas en el primer semestre del año. La demanda interna siguió siendo el principal determinante del crecimiento económico, lo que confirma la generalización prevista de la recuperación y apunta al carácter cada vez más sostenido de la expansión económica de la zona del euro. Los datos más recientes, así como la información procedente de diversas encuestas de confianza y estimaciones basadas en indicadores económicos apoyan la valoración de que el crecimiento ha mantenido su fortaleza y que la situación de los mercados de trabajo ha seguido mejorando. Aunque se pueda observar cierta volatilidad en las tasas de crecimiento intertrimestrales, debido al

impacto de la variación de los impuestos indirectos en un país grande de la zona del euro, la información disponible sigue siendo compatible con el escenario de referencia del Consejo de Gobierno.

De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo para la actividad económica siguen siendo favorables y continúan dándose las condiciones para que la economía de la zona del euro registre tasas de crecimiento elevadas cercanas a su potencial. En cuanto al entorno exterior, se observa un mayor equilibrio del crecimiento económico entre las distintas regiones, habiéndose registrado una ligera desaceleración en Estados Unidos y un fuerte crecimiento en el resto del mundo. En conjunto, el crecimiento mundial debería mantener su fortaleza y seguir favoreciendo las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la demanda interna de la zona del euro mantenga un ritmo elevado. La inversión debería mantener su dinamismo, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de la reestructuración de los balances, del incremento acumulado y en curso de los beneficios, y de la mejora de la eficiencia empresarial. El consumo también debería seguir reforzándose con el paso del tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación del empleo continúe mejorando.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas en conjunto favorables para el crecimiento económico durante los próximos años apuntan a la baja y están relacionados, principalmente, con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y con la preocupación por posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,9% en diciembre del 2006, sin cambios respecto del mes anterior. Los precios energéticos, en razón de la volatilidad observada durante los últimos meses y debido a efectos de base, seguirán siendo, junto con el impacto de la subida de los impuestos indirectos, un factor importante de la trayectoria de las tasas



interanuales de inflación medida por el IAPC en los primeros meses del 2007. A más largo plazo, se prevé que las tasas de inflación anuales se sitúen en torno al 2% tanto este año como el que viene.

Según el Consejo de Gobierno, las perspectivas de la evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, derivados fundamentalmente de una transmisión de anteriores subidas de los precios del petróleo más acusada de lo previsto, de aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, además de los ya anunciados hasta el momento y de la posibilidad de nuevas subidas 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 positiva situación de los mercados de trabajo, la evolución de los salarios podría ser más dinámica de lo esperado actualmente. Por tanto, resulta crucial que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades. En este contexto, los acuerdos salariales deberían tener en cuenta la evolución de la productividad en relación con el nivel todavía alto del desempleo y las posiciones de la competitividad de precios. Como se ha mencionado en otras ocasiones, también es importante que en la fijación de salarios dejen de aplicarse mecanismos de indicación automática de carácter retrospectivo.

Por lo que se refiere al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 9,3% en noviembre, lo que representa la tasa interanual más alta registrada desde la introducción del euro y, asimismo, el mayor nivel de crecimiento agregado del conjunto de los países de la zona del euro desde 1990. Aun cuando la relevancia de las cifras mensuales no debe sobreestimarse, puesto que pueden reflejar la influencia de factores temporales, la serie de elevados valores monetarios de los últimos meses pone de manifiesto la continuidad del intenso ritmo de expansión del agregado monetario amplio de la zona del euro. La subida de los tipos de interés a corto plazo, junto con el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo, ha ejercido una influencia limitada sobre la evolución monetaria durante los últimos meses. Este efecto ha consistido en desplazamientos entre los componentes de M3 más que en una

moderación de la expansión de M3. En concreto, la tasa interanual de crecimiento de M1 se ha moderado ligeramente durante los últimos meses, reflejando desplazamientos desde depósitos a la vista hacia otros componentes de M3 que ofrecen rendimientos más elevados.

En términos más generales, el ritmo de expansión monetaria y del crédito sigue siendo rápido, como reflejo del reducido nivel de los tipos de interés y del fortalecimiento de la actividad económica en la zona del euro. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó en el 11,2% en noviembre, sin variaciones con respecto al mes anterior. Si bien, en este contexto de alza de los tipos de interés, el crecimiento del endeudamiento de los hogares ha mostrado señales de estabilización durante los últimos meses, aunque en tasas de crecimiento muy elevadas, el crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras mantiene su tendencia alcista. En consecuencia, el crédito continúa expandiéndose de forma rápida y generalizada, y sigue siendo el motor principal del intenso crecimiento monetario actual por el lado de las contrapartidas del balance de las IFM.

Desde una perspectiva a medio y a largo plazo, la evolución más reciente está en consonancia con la persistente tendencia alcista de la tasa subyacente de crecimiento monetario. Tras varios años de sólido crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro es holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables. La continuación del intenso crecimiento monetario y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez apunta a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo, en vista de la mejora de la situación económica y de la continuidad del fuerte dinamismo del mercado inmobiliario en muchas partes de la zona del euro.

En síntesis, se prevé que las tasas de inflación anuales oscilen en torno al 2% este año y el próximo y que los riesgos para estas perspectivas sigan apuntando al alza. Teniendo en cuenta el intenso vigor del crecimiento monetario y del crédito, en

un entorno en el que la situación de liquidez es ya holgada, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, un seguimiento muy atento de todos los factores relacionados con los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo sigue siendo esencial a fin de evitar que lleguen a materializarse. Esto permitirá 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. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere a la política fiscal, casi todos los países de la zona del euro han presentado sus programas de estabilidad actualizados. Aunque, en general, estos programas reflejan que los gobiernos proyectan avances para lograr posiciones presupuestarias saneadas, también hay indicaciones de que los objetivos presupuestarios no incorporan de manera consistente un grado suficiente de consolidación y que aún no se han especificado medidas concretas y creíbles al respecto en todos los programas. Dichas indicaciones constituyen un motivo de preocupación y representan riesgos para el futuro. En el entorno actual de bonanza, es esencial que los países que presentan desequilibrios fiscales alcancen situaciones presupuestarias saneadas y que todos los países de la zona del euro eviten introducir una relajación procíclica de la política fiscal. Asimismo, todos los países han de introducir mejoras en la calidad de sus políticas impositivas y de gasto como parte de una estrategia integral a medio plazo, a fin de reforzar la confianza en un entorno de política fiscal sostenible y favorable al crecimiento y al empleo.

En cuanto a las reformas estructurales, durante los últimos años, los países de la zona del euro se han ido concienciando de la necesidad de ajustarse a los retos que plantean el incremento de la compe-

tencia mundial, el envejecimiento de la población, y la aceleración del cambio tecnológico. Como respuesta, algunos han aplicado reformas encaminadas a crear mayores oportunidades en el mercado de trabajo. Como reflejo de dichas reformas y como resultado de la moderación salarial en algunos países, el crecimiento del empleo ha registrado recientemente un notable ascenso en la zona del euro: en el período de ocho años transcurrido desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, se han creado alrededor de doce millones de puestos de trabajo. Esta cifra resulta muy favorable en comparación con los poco más de dos millones de empleos creados en el mismo grupo de países durante los ocho años anteriores a 1999. No obstante, el Consejo de Gobierno hace notar que siguen existiendo impedimentos significativos de carácter estructural, que contribuyen a explicar la persistencia de niveles de desempleo inaceptablemente elevados y que la participación en los mercados de trabajo siga siendo baja en comparación con las cifras internacionales. Puesto que otros países del mundo están incrementando también la competitividad de sus mercados, es primordial que todos los países de la zona del euro minimicen las distorsiones del mercado derivadas de su legislación nacional y que la zona del euro en su conjunto elimine las barreras que aún existen para la integración de los mercados. Esto requiere la aplicación de las reformas globales necesarias para completar la integración de los mercados, reducir las rigideces de los mercados de trabajo y mejorar la flexibilidad salarial con el fin de seguir fomentando el crecimiento y la creación de nuevas oportunidades de empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero presenta una descripción general de la UE ampliada y de las economías de la zona del euro. En el segundo artículo se analiza la evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década. El tercer artículo examina la expansión de la economía china en el último cuarto de siglo.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, pese a una cierta moderación del ritmo de crecimiento. Al mismo tiempo, la inflación, medida por los precios de consumo, se ha reducido de nuevo en varios países, como consecuencia, principalmente, de la notable caída de los precios de la energía desde septiembre del 2006. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen relación con el temor de una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo y con la preocupación por posibles perturbaciones debidas a los desequilibrios mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, pese a una cierta moderación del ritmo de crecimiento en varios países. En los países de la OCDE, excluida la zona del euro, la producción industrial siguió creciendo a un ritmo relativamente sólido en tasas interanuales en octubre del 2006 (véase gráfico 1). Los datos procedentes de las encuestas de opinión siguen siendo compatibles con un crecimiento mundial relativamente vigoroso, ya que la moderación de la actividad en el sector manufacturero se está compensando, en parte, con una cierta resistencia en el sector servicios.

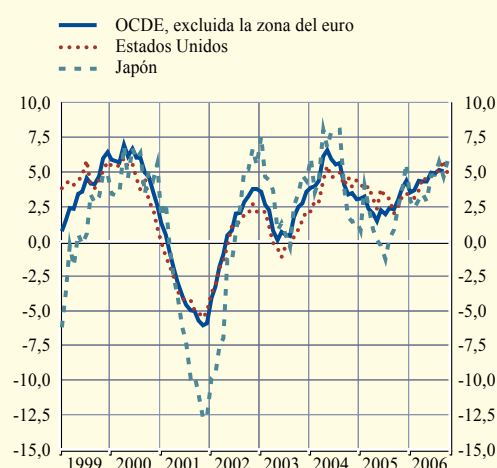
Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo se ha reducido de nuevo en varios países como consecuencia, principalmente, de la significativa caída de los precios de la energía desde septiembre del 2006. La inflación medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se ha estabilizado en niveles relativamente moderados. Los datos de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios sugieren una nueva y relativa moderación de las presiones subyacentes.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,5% en el tercer trimestre del 2006 (frente al 0,6% registrado en el trimestre anterior), lo que confirma la suave moderación del ritmo de la actividad económica observado en los últimos trimestres. En el tercer trimestre, esa moderación estuvo determinada, principalmente, por un nuevo y acusado descenso de la inversión fija residencial en un contexto de debilitamiento del mercado de la vivienda. El aumento de las importaciones y algún ajuste de las existencias en el sector manufacturero también contribuyeron a la moderación del crecimiento del PIB. Por el contrario, el sólido crecimiento en algunas rúbricas de la inversión fija no residencial y la capacidad de resistencia del consumo privado respaldaron la actividad económica. La resistencia del consumo privado en los últimos meses podría haberse sustentado en el crecimiento constante de las rentas y en el descenso de los precios de la energía, así como en el mayor endeudamiento de los hogares. En noviembre, la tasa de ahorro personal siguió siendo negativa, situándose en torno a -1%.

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 octubre del 2006, excepto para la OCDE, excluida la zona del euro (septiembre del 2006).

En lo referente a los precios de consumo, la evolución en noviembre del 2006 fue relativamente dispar. La inflación interanual medida por los precios de consumo se elevó hasta el 2%, revirtiéndose así la tendencia a la baja iniciada a comienzos del verano. Este incremento tiene en parte su origen en un efecto de base. Por el contrario, si se excluyen los alimentos y la energía, la inflación medida por los precios de consumo se redujo ligeramente, hasta el 2,6%. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios industriales aumentó ligeramente en noviembre, aunque siguió siendo moderada.

El 12 de diciembre de 2006, 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

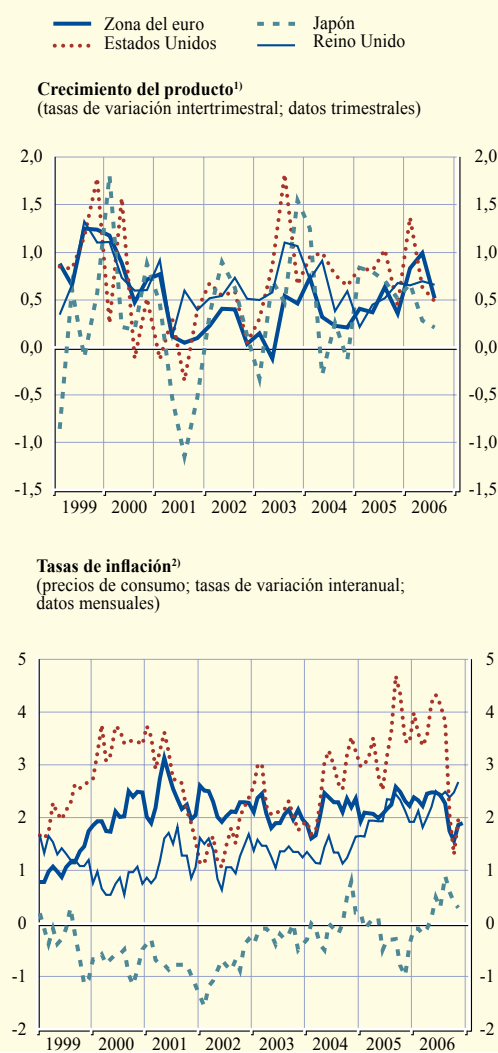
En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose de forma sostenida, mientras que la inflación ha seguido siendo moderada. El producto crece impulsado por la solidez de las exportaciones y la continua inversión empresarial. La encuesta Tankan del Banco de Japón, de diciembre del 2006, indica una nueva mejora de la situación económica en el cuarto trimestre del año, tanto en el sector manufacturero como en otros sectores. Además, las empresas encuestadas declararon que esperaban incrementar las ventas y los beneficios e intensificar los planes de inversión en capital fijo para el ejercicio fiscal en curso, que finaliza en marzo del 2007.

Por lo que respecta a la evolución de los precios en noviembre del 2006, el índice de precios de consumo registró su séptimo incremento interanual consecutivo, elevándose un 0,3%, tras el 0,4% observado en octubre. La inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos frescos, aumentó hasta el 0,2% en noviembre, desde el 0,1% de octubre. La inflación medida por los precios industriales se redujo en noviembre, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo en los últimos meses. En la reunión celebrada los días 18 y 19 de diciembre, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,25%, el tipo oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,7% en el tercer trimestre del 2006. Los datos de las ventas del comercio al por menor correspondientes a octubre y noviembre

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.

y los resultados de las encuestas muestran un moderado fortalecimiento del consumo de los hogares en el último trimestre del 2006 en comparación con el trimestre anterior. Las encuestas de opinión sugieren un cierto debilitamiento del crecimiento de las exportaciones, pero el gasto en inversiones seguirá siendo elevado. En conjunto, se prevé que el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del 2006 y en el primero del 2007 siga manteniéndose, en general, estable con respecto a los trimestres anteriores.

La inflación interanual, medida por el IAPC, aumentó hasta el 2,7% en noviembre del 2006 desde el 2,4% registrado en octubre. El incremento se debió, en gran medida, al aumento de los costes del transporte, así como al de los precios de la categoría «entretenimiento y cultura» y a la subida de los precios del gas. Los salarios medios crecieron ligeramente en octubre, pero siguieron siendo moderados. Los precios de la vivienda han experimentado cierta aceleración en los últimos meses y, a finales del 2006, crecían aproximadamente a una tasa interanual del 10%. En la reunión celebrada los días 10 y 11 de enero, el Comité de Operaciones de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió elevar el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,25%.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Mientras que en varios países de la UE no pertenecientes a la zona del euro el crecimiento del producto se redujo en el tercer trimestre del 2006, en algunos, el ritmo se mantuvo prácticamente inalterado o incluso se aceleró. El principal factor determinante del crecimiento fue la demanda interna. En la mayoría de los países, la inflación, medida por el IAPC, aumentó ligeramente en noviembre.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo en el tercer trimestre del 2006 hasta el 0,6% y el 1%, respectivamente. En ambos países la actividad económica estuvo impulsada por la demanda interna (y, en Suecia, también por la demanda exterior). En noviembre, la inflación interanual medida por el IAPC se incrementó hasta el 1,8% en Dinamarca y hasta el 1,5% en Suecia, principalmente como consecuencia del componente de energía. El 7 de diciembre de 2006, el Danmarks Nationalbank decidió elevar el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 3,75%. El 14 de diciembre, el Comité Ejecutivo del Sveriges Riksbank elevó el tipo *repo* en 25 puntos básicos, hasta el 3%.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía) el crecimiento intertrimestral del producto siguió siendo sólido en el tercer trimestre del 2006. En la República Checa, Polonia y Rumanía, la demanda interna fue el factor determinante del crecimiento del PIB real, mientras que en Hungría dicho crecimiento fue impulsado por la demanda exterior neta. La inflación interanual, medida por el IAPC, se incrementó ligeramente en noviembre, en comparación con el mes anterior, en la República Checa, Hungría y Polonia, hasta el 1%, el 6,4% y el 1,3%, respectivamente, debido principalmente a un aumento de la inflación, excluida la energía. Por el contrario, en Rumanía la inflación se redujo hasta el 4,7%, como resultado de un descenso de los precios de los alimentos.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, los datos sobre las cuentas nacionales correspondientes al tercer trimestre del 2006 apuntaban a una aceleración del crecimiento del PIB en varias economías, incluidas India, Indonesia y la RAE de Hong Kong. En estas economías, tanto la actividad interna como el comercio exterior han continuado siendo importantes factores determinantes del crecimiento. En otros países de la región, la actividad ha mantenido su expansión de forma sostenida en los últimos meses. En algunas de las economías más grandes, la inflación se incrementó ligeramente en noviembre en comparación con el mes anterior.



En China, la actividad económica ha seguido siendo vigorosa últimamente, como lo indican la expansión sostenida de la producción industrial y las ventas del comercio al por menor y el repunte de la inversión en activos fijos en noviembre. En el mismo mes, el superávit comercial continuó registrando niveles récord, impulsado por una nueva aceleración de las exportaciones. Como consecuencia, el superávit acumulado en el año transcurrido hasta noviembre ascendió a 157 mm de dólares estadounidenses, frente a los 91 mm de dólares contabilizados en el mismo período del 2005. Dentro de los límites que permiten las bandas de fluctuación cambiaria en vigor, las autoridades chinas toleraron una apreciación del tipo de cambio algo mayor en el segundo semestre del 2006. En conjunto, el renminbi se apreció en torno a un 3,3% frente al dólar estadounidense durante el año 2006, siendo la apreciación de 2,4 puntos porcentuales a partir de julio. Sin embargo, en términos efectivos nominales, se depreció un 1,2% en el año transcurrido hasta septiembre, según datos del FMI. La inflación interanual, medida por el IPC, se incrementó desde el 1,4% en octubre hasta el 1,9% en noviembre.

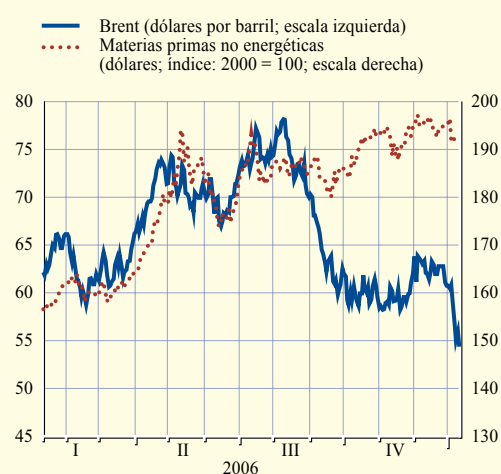
AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica continúa creciendo a un ritmo vigoroso, a juzgar por los indicadores más recientes. En México, la producción industrial registró una expansión del 4,6%, en tasa interanual, en octubre del 2006, mientras que la inflación apenas varió en noviembre, situándose en un 4,1% en tasa interanual. En Brasil, los indicadores económicos apuntan a una recuperación, con una expansión de la producción industrial del 4,9%, en tasa interanual, en octubre, la tasa más alta de los cinco últimos meses. La inflación continuó reduciéndose en noviembre, hasta una tasa interanual del 3%, y el banco central redujo el principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos. En Argentina, por el contrario, la inflación medida por el IPC siguió siendo elevada —un 9,8%, en tasa interanual, en diciembre— mientras que el crecimiento del PIB real aumentó, en el tercer trimestre, hasta una tasa interanual del 8,7%, respaldado, principalmente, por la solidez de la demanda exterior y la favorable evolución de los precios de las materias primas.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron siendo algo volátiles en diciembre del 2006 y, a principios de enero del 2007, experimentaron una acusada caída. La volatilidad observada en diciembre se debió, en parte, al aumento de las expectativas respecto a un recorte adicional de la producción de crudo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), seguido del anuncio, el 14 de diciembre de 2006, de una reducción efectiva de 500.000 barriles al día a partir de febrero del 2007. Sin embargo, las temperaturas más altas de lo normal que se registran actualmente en el hemisferio norte, y que se prevé que reduzcan la demanda de petróleo para calefacción, han aligerado en cierta medida las presiones sobre los precios, especialmente a principios de enero. El 10 de enero, el precio del barril de Brent se situaba en 54,4 dólares estadounidenses, aproximadamente un 30% por debajo del máximo observado a principios de agosto. De cara al futuro, el hecho de que la capacidad excedente a lo largo del proceso de producción siga siendo limitada probablemente

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

hará que los precios del petróleo continúen siendo elevados y bastante sensibles a perturbaciones imprevistas. Sobre la base de la información obtenida de los contratos de futuros, los participantes en los mercados esperan que los precios del petróleo aumenten a lo largo del 2007 y que se mantengan en niveles elevados a medio plazo.

Tras experimentar un descenso a comienzos de noviembre del 2006, los precios de las materias primas no energéticas, medidos por el índice agregado HWWA, repuntaron hacia finales de mes, registrando incrementos en las principales categorías. Posteriormente, alcanzaron un nuevo máximo a principios de diciembre y, desde entonces, se han mantenido en niveles elevados. El índice agregado de los precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó, en diciembre, aproximadamente un 31% por encima del nivel registrado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. Pese a la moderación prevista del ritmo de la expansión en varios países, la desaceleración económica a nivel mundial podría seguir siendo relativamente limitada, como se desprende, por ejemplo, del indicador sintético adelantado de la OCDE, correspondiente al conjunto de los países que integran esta organización, que se estabilizó en septiembre del 2006, tras registrar caídas consecutivas desde marzo hasta agosto.

Los riesgos para las perspectivas mundiales tienen relación con una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo y con la preocupación por posibles perturbaciones debidas a los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En noviembre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 9,3%, la más elevada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Aunque el aumento del crecimiento de M3 ese mes es consecuencia de la excepcional evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM y debe interpretarse con cierta cautela, la solidez de la expansión monetaria y del crédito subyacente es, no obstante, evidente. El persistente y pronunciado crecimiento de este agregado monetario es atribuible a los reducidos tipos de interés de la zona del euro y a la fortaleza de la actividad económica. Esto es especialmente patente en el acusado crecimiento de los préstamos al sector privado. Hasta ahora, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE que se iniciaron en diciembre del 2005 han provocado, principalmente, la sustitución entre los componentes de M3, en lugar de reducir el crecimiento de este agregado en su conjunto. En general, la intensa dinámica monetaria y del crédito apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio y en el largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

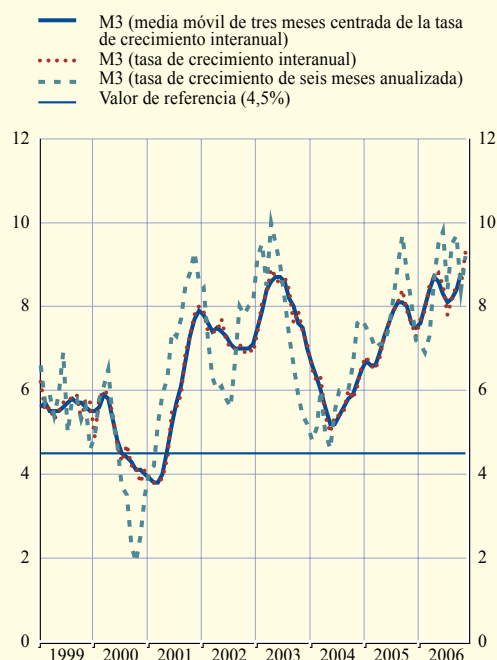
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó hasta el 9,3% en noviembre del 2006, desde el 8,5% del mes precedente, la tasa interanual más elevada desde el inicio de la tercera fase de la UEM. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada también aumentó en noviembre, hasta el 9,2%, frente al 8,4% del mes anterior (véase gráfico 4). La renovada fortaleza de la evolución monetaria es consecuencia de una pronunciada tasa de crecimiento intermensual desestacionalizada, del 1,1% en noviembre, similar a la observada en agosto y en septiembre.

Sin embargo, el aumento del crecimiento de M3 en noviembre se debe, en gran parte, a la excepcional evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, una de las contrapartidas del balance de este sector. Por consiguiente, estos datos han de interpretarse con cierta cautela, al menos hasta que se disponga de más información. No obstante, incluso tras descontar el impacto de estas inusuales operaciones, los datos de noviembre siguen apuntando a una persistente y elevada tasa de crecimiento subyacente del agregado monetario amplio.

Desde una perspectiva a medio plazo, actualmente, la evolución de M3 no muestra señales de que se esté invirtiendo la tendencia al alza de la tasa subyacente de expansión monetaria registrada desde mediados del 2004. En consecuencia, no se ha producido una reversión de la acumulación de liquidez en la zona del euro, sino al contrario, ésta sigue acumulándose. La intensa expansión monetaria subyacente tiene su origen en los bajos tipos de interés de la zona del euro y en la actual fortaleza de la actividad económica. En un entorno ca-

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

racterizado por expectativas de aumentos de los tipos de interés a corto plazo, la elevada demanda de determinados activos monetarios, como los valores distintos de acciones a corto plazo, puede deberse al creciente atractivo de estos activos frente a otros activos financieros a más largo plazo, ya que, en estos momentos, el diferencial de rendimientos es relativamente reducido. En este contexto, hasta ahora, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE no han reducido el crecimiento de M3 en su conjunto, sino que más bien han influido en la evolución monetaria a través de la sustitución entre componentes de este agregado.

En general, el persistente e intenso crecimiento monetario y del crédito, en un contexto de abundancia de liquidez, apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El incremento del crecimiento interanual de M3 observado en noviembre es consecuencia de unas tasas de crecimiento interanual más elevadas de todos sus componentes principales: M1, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y los instrumentos negociables (M3-M2) (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 6,5%, desde el 6,2% de octubre, y el ascenso de la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista compensó sobradamente la nueva caída de la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación. No obstante, el incremento registrado por la tasa de crecimiento interanual de los citados depósitos en noviembre fue inferior al de otros depósitos a corto plazo y al de los instrumentos negociables, confirmando con ello el actual impacto moderador de las subidas de los tipos de interés sobre la demanda de los componentes más líquidos de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta el 11,8% en noviembre, desde el 10,8% de octubre. Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en el nuevo aumento de la demanda de depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), 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 elevada demanda de depósitos a

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Oct	2006 Nov
M1	47,2	10,9	10,3	9,9	7,6	6,2	6,5
Efectivo en circulación	7,5	14,8	13,4	11,9	11,3	11,4	10,8
Depósitos a la vista	39,7	10,2	9,8	9,5	7,0	5,3	5,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,5	5,9	6,8	8,4	9,5	10,8	11,8
Depósitos a plazo hasta dos años	18,0	6,5	9,7	15,2	19,8	24,2	27,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,4	5,3	4,6	3,7	2,4	1,4	0,9
M2	85,7	8,5	8,6	9,2	8,4	8,2	8,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,3	3,7	3,3	5,7	6,5	10,2	12,6
M3	100,0	7,8	7,8	8,7	8,1	8,5	9,3
Crédito a residentes en la zona del euro		7,9	8,7	9,5	9,2	9,1	8,7
Crédito a las Administraciones Públicas		2,6	2,4	0,9	-0,9	-2,3	-3,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,1	0,5
Crédito al sector privado		9,4	10,4	11,8	11,9	12,1	11,9
Préstamos al sector privado		9,0	10,1	11,2	11,2	11,2	11,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,4	8,7	8,8	8,6	8,7	9,2

Fuente: BCE.

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

corto plazo puede ser atribuible a la creciente diferencia entre la remuneración que se ofrece por estos depósitos y la disponible para otros instrumentos a corto plazo en el contexto de las recientes subidas de los tipos de interés.

En noviembre, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 aumentó hasta el 12,6%, desde el 10,2% de octubre. Esto se debe, en particular, a una tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario más elevada, aunque se ha de observar que, en términos intermensuales, la volatilidad de esta serie puede ser relativamente acusada. La demanda de valores distintos de acciones hasta dos años continuó siendo muy intensa, y las tasas de crecimiento interanual permanecieron en torno al 50%. Esto puede tener su origen en el hecho de que el rendimiento de algunos valores distintos de acciones a corto plazo está vinculado a los tipos de interés a más corto plazo, lo que permite que los inversores se beneficien de subidas inesperadas de los tipos antes del vencimiento (véase el recuadro 1, titulado, «Evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3»).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM, que constituyen la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor, se incrementó en noviembre. Este aumento estuvo determinado por una mayor contribución de las tenencias de los intermediarios financieros no monetarios y, en menor medida, de las sociedades no financieras, mientras que, en general, la contribución de los hogares se mantuvo estable. Al mismo tiempo, dada su gran importancia como tenedores de estos instrumentos, los hogares continúan siendo la causa de la mayor parte del elevado nivel de crecimiento de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES A CORTO PLAZO INCLUIDOS EN M3

Los instrumentos de deuda emitidos por las IFM con vencimiento hasta dos años, que estén en manos del sector monetario, constituyen uno de los componentes de M3 y se consideran instrumentos negociables en los mercados (es decir, la diferencia entre M3 y M2). Aunque, en la actualidad, estos valores sólo representan el 2,4% del saldo vivo de M3 (y el 17% del saldo de instrumentos negociables incluidos en M3), han crecido de forma muy significativa en los últimos meses, alcanzando en noviembre del 2006 una tasa de crecimiento interanual del 49,7%. En consecuencia, en los últimos tiempos la contribución de los valores distintos de acciones a corto plazo al crecimiento interanual de M3 ha sido relativamente importante, casi de 1 punto porcentual en octubre y noviembre del 2006 (véase gráfico A)¹. En este recuadro se analizan brevemente los factores determinantes de la evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3.

El crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo ha seguido el ciclo económico

El gráfico A sugiere que, en general, desde el año 1999 la evolución de la tasa de variación interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM ha seguido el ciclo económico. En particular, estos valores están experimentando actualmente un fuerte crecimiento, ante la pujanza de la actividad económica. Ya se había observado un patrón similar en el 2000, durante el anterior período de vigoroso crecimiento económico. Por otra parte, cuando la actividad económica registró una ex-

¹ Dado que las tasas de crecimiento interanual y las contribuciones pueden mostrar una elevada volatilidad en términos intermensuales, los gráficos de este recuadro recogen datos trimestrales.

Gráfico A Evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual; datos trimestrales)

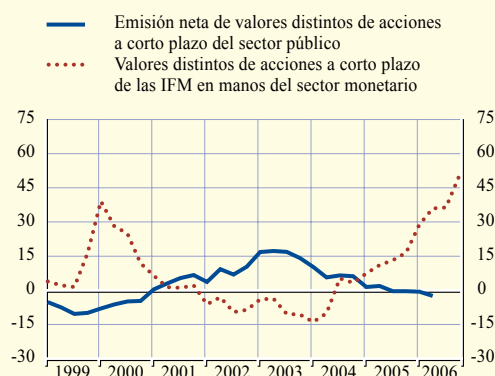


Fuente: BCE.

Nota: Los datos correspondientes al cuarto trimestre del 2006 se refieren a los meses de octubre y noviembre.

Gráfico B Emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo del sector público

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM correspondientes al cuarto trimestre del 2006 se refieren a los meses de octubre y noviembre.

pansión más moderada entre los años 2002 y 2004, el saldo vivo de valores distintos de acciones a corto plazo disminuyó. A la hora de analizar este comportamiento cíclico, habrá que tener en cuenta los distintos factores que pueden influir en la demanda y la emisión de estos valores.

La fuerte demanda de valores distintos de acciones a corto plazo observada en el 2000 y el 2006 estará probablemente relacionada con la recuperación económica registrada en ambos períodos. En una fase de recuperación económica, en la que aumentan los flujos de caja y aparecen nuevas oportunidades de inversión, las empresas necesitan mantener instrumentos líquidos para sus operaciones. Los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM responden a este propósito, ya que los más cotizados pueden venderse en el mercado secundario y, en algunos casos, se emiten incluso con una opción de recompra. Con toda probabilidad, los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM están, en su gran mayoría, en manos de grandes sociedades no financieras y, en menor medida, de inversores institucionales, dado que estos valores se emiten, habitualmente, en denominaciones relativamente altas y que su gestión suele ser más compleja que la de otros activos monetarios². La recuperación económica se caracteriza, generalmente, por períodos de elevación de los tipos de interés a corto plazo, en los que los valores distintos de acciones con estos plazos pueden ser particularmente atractivos, puesto que se emiten, en su mayor parte, a tipos variables y, a diferencia de otros instrumentos, permiten que los inversores se beneficien de las subidas de tipos de interés que se producen antes del vencimiento de los valores³.

De acuerdo con este razonamiento, el reducido crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo observado entre el 2002 y el 2004 es, probablemente, reflejo de la moderada actividad

2 Esto es lo que sugieren los datos de las cuentas financieras trimestrales relativos a las tenencias sectoriales de valores distintos de acciones. El motivo por el que las sociedades no financieras podrían inclinarse más por valores distintos de acciones que por participaciones en fondos del mercado monetario es que la remuneración de los valores distintos de acciones de las IFM es similar a la de la deuda pública, mientras que, en el caso de las participaciones en fondos de inversión, se cobran comisiones a los inversores. Además, en los valores distintos de acciones, el inversor puede elegir directamente el activo que prefiere, mientras que, en las participaciones en fondos de inversión, son los gestores de fondos los que deciden.

3 Desde el punto de vista del emisor, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo a tipos de interés variables facilita su cotización y, si es preciso, existen instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés en el mercado de *swaps* de tipos de interés.

económica y de la relativa estabilidad de los tipos de interés registradas durante ese período. Un factor adicional puede haber sido la debilidad del sector bancario en esos años, en los que las calificaciones crediticias fueron dando muestras de deterioro. Contrariamente a los depósitos en las IFM, los valores distintos de acciones de las IFM no están protegidos de posibles impagos por parte de las IFM a través de un fondo de garantía de depósitos. Así pues, durante ese período los depósitos pueden haber presentado un mayor atractivo para las inversiones. Por otro lado, en lugar de adquirir valores distintos de acciones de las IFM, los inversores pueden haber optado por instrumentos con una calificación más alta, como los valores de deuda pública. Al aumentar el déficit público entre los años 2002 y 2004, se incrementó la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo por el sector público, lo que puede haber contribuido a que sustituyesen a los valores de esta clase emitidos por las IFM (véase gráfico B). Desde el 2005, en un contexto de mayor crecimiento económico y de ingresos impositivos más elevados, la necesidad de financiación del sector público se ha reducido ligeramente, por lo que ha disminuido la emisión neta de deuda pública. En consecuencia, los inversores han buscado una alternativa a la deuda pública a corto plazo, y pueden haber vuelto a los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, que son instrumentos muy próximos a la deuda pública con plazos similares.

Los factores estructurales pueden haber contribuido también al crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo

Además de estos factores coyunturales, otros factores de índole más estructural pueden haber contribuido al dinamismo de los valores distintos de acciones a corto plazo observado en los últimos trimestres. Es lo que parecería indicar la distinta medida en que se ha registrado el repunte de estos valores en los diferentes países. En efecto, los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM experimentaron un fuerte crecimiento en algunos países de la zona del euro mucho antes de que factores coyunturales, como la recuperación económica o la elevación de los tipos de interés a corto plazo, sugiriesen que pudiese producirse tal aumento. Por otro lado, los países de la zona del euro que han contribuido en mayor medida a incrementar la participación de los valores distintos de acciones a corto plazo en el crecimiento interanual de M3 en los últimos trimestres son distintos de los que contribuyeron más en el 2000. Estas observaciones sugieren la posible influencia de factores estructurales, como cambios en la regulación de los mercados nacionales, que pueden haber modificado las políticas de emisión de las entidades de crédito.

En general, basándose en la información actualmente disponible, cabe deducir que el mayor crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo registrado recientemente fue debido a factores tanto coyunturales como estructurales. A fin de distinguir entre estos dos conjuntos de factores, será interesante observar si la pujanza experimentada por los valores distintos de acciones en los últimos trimestres desaparecerá una vez que se perciba que el actual ciclo de reducción de los tipos de interés ha llegado a su fin y, en caso afirmativo, si ello se produce a través de desplazamientos hacia otros componentes de M3 o hacia instrumentos financieros no incluidos en este agregado.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado no registró variaciones y fue del 11,2% en noviembre. La elevada demanda actual de préstamos se debe tanto a los reducidos tipos de interés en la zona del euro como a la fortaleza de la actividad económica. Al mismo tiempo, la intensa evolución del conjunto de los préstamos observada en noviembre oculta una trayectoria sectorial divergente.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares fue del 8,7% en noviembre, sin variaciones (véase cuadro 2). La actual fortaleza del crédito a los hogares continuó siendo atribuible, en gran medida, a la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda, que sigue siendo intensa, a pesar de persistir la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual observada desde abril del 2006 (hasta el 10,2% en noviembre, desde el 12,2% de abril). Es probable que la dinámica de los préstamos para adquisición de vivienda sea reflejo de una moderación del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad de este mercado en algunas economías de la zona del euro en el año 2006, así como de unos tipos de interés más altos de los préstamos para adquisición de vivienda que, no obstante, se mantienen en niveles reducidos en términos históricos. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo también volvió a descender en noviembre, hasta el 7,9%, desde el 8% del mes precedente.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras continuó la tendencia al alza observada desde principios del 2004 y aumentó hasta el 13,1% en noviembre, desde el 12,9% de octubre. Este nuevo fortalecimiento fue prácticamente generalizado en todos los plazos de vencimiento de los préstamos, lo que podría ser consecuencia de unas condiciones de financiación externa a través de préstamos de las IFM relativamente favorables. Para más información, véase el recuadro 2, titulado «Factores determinantes de la fuerte aceleración de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro».

Si se considera la evolución del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro en su conjunto, en noviembre, la tasa de crecimiento interanual descendió ligeramente en comparación con

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Oct	2006 Nov
Sociedades no financieras	41,7	7,7	9,2	11,0	11,9	12,9	13,1
Hasta un año	29,7	5,2	6,7	8,4	9,2	10,6	10,8
De uno a cinco años	18,4	8,5	11,5	15,8	19,0	20,1	21,1
Más de cinco años	51,9	8,9	10,0	11,0	11,2	11,8	11,8
Hogares²⁾	49,5	9,0	9,6	9,8	9,3	8,7	8,7
Crédito al consumo ³⁾	13,0	7,8	8,2	8,2	8,5	8,0	7,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	70,7	11,1	11,8	12,1	11,3	10,4	10,2
Otras finalidades	16,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,5	3,1
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	29,3	32,9	41,2	36,8	29,0	26,1
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,7	14,1	16,2	19,0	17,3	17,7	15,9

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

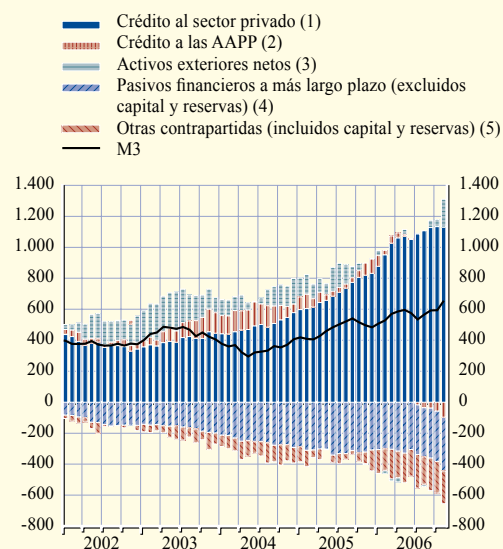
el mes anterior. Esta disminución es atribuible a una nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas y de una leve reducción del crecimiento del crédito concedido al sector privado. La expansión del crédito de las IFM al sector privado observada en los últimos meses es consecuencia no sólo de la persistente y elevada actividad de concesión de créditos al sector privado, sino también de una elevada tasa de adquisición 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) se elevó hasta el 9,2%, desde el 8,7% de octubre. En un contexto de crecimiento algo más reducido del crédito al sector privado y ligeramente mejor para estos pasivos, el aumento del crecimiento interanual de M3 en noviembre se debió, fundamentalmente, a un incremento excepcional de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, cuyos flujos mensuales ascendieron a 94 mm de euros en noviembre del 2006, la mayor entrada registrada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Esto, junto con un efecto de base de aproximadamente 40 mm de euros, supuso un incremento de hasta 180 mm de euros (frente a 46 mm de euros en octubre) de los flujos interanuales. Unas entradas netas de capital tan cuantiosas se registraron por última vez a mediados del 2003, es decir, al final de un período en el que la incertidumbre financiera internacional dio lugar a intensos flujos de entrada hacia el dinero (véase gráfico 5). No obstante, la excepcional fortaleza observada últimamente en los flujos de activos exteriores netos parece ser el resultado de operaciones dentro del sector financiero.

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés y la mejor situación económica continuaron siendo los principales factores determinantes de la fortaleza de los préstamos de las IFM al sector privado. Al mismo tiempo, el excepcional aumento de los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM observado en noviembre explica casi en su totalidad la expansión del crecimiento interanual de M3 del lado de las contrapartidas.

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.

Recuadro 2

FACTORES DETERMINANTES DE LA FUERTE ACCELERACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Los bancos centrales tienen un interés especial en entender los factores que determinan la evolución de los préstamos a empresas. Por ejemplo, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras constituyen una de las principales contrapartidas de los agregados monetarios y, por lo tanto, desempeñan una importante función en el análisis monetario. Además, estos préstamos, como parte de la financiación total de las empresas, pueden proporcionar con antelación información de importancia sobre su inversión en capital fijo, que, a su vez, es relevante para el análisis de la situación económica. En los últimos trimestres, el sector de las sociedades no financieras de la zona del euro ha recurrido cada vez más a la financiación mediante préstamos. A finales de noviembre del 2006, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras alcanzaron una tasa de crecimiento nominal, en términos interanuales, del 13,1%. Este fuerte crecimiento fue especialmente pronunciado en los préstamos con vencimientos a medio y largo plazo (más de un año), mientras que más recientemente se ha observado también una recuperación de los préstamos a corto plazo. En este recuadro se examinan los factores determinantes de esta evolución, que parece motivada por una confluencia de factores económicos y financieros.

La evolución de los préstamos a empresas tiene habitualmente su origen en una combinación de factores de oferta y demanda de préstamos. Por el lado de la oferta, son las condiciones de concesión de créditos de los bancos las que determinan la disponibilidad de crédito como fuente de financiación externa de las sociedades no financieras. Por el lado de la demanda, el endeudamiento de las sociedades no financieras se debe a las necesidades de financiación que exceden la capacidad de financiación interna de las empresas (la «brecha de financiación»), al tratar las empresas de obtener fondos para partidas como la inversión real en capital fijo, la adquisición de existencias, la reestructuración de los balances y la inversión de carácter más financiero, en particular las fusiones y adquisiciones.

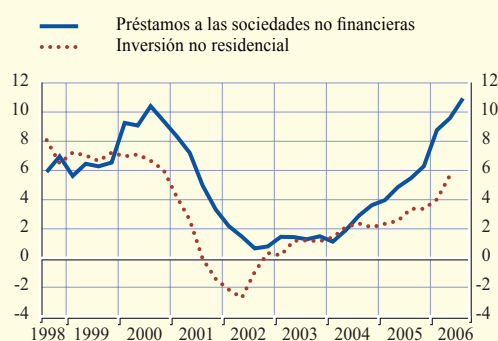
El aumento del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras registrado en los últimos meses parece haberse visto impulsado por varios factores. Si se consideran en primer lugar los factores económicos, se observa que el repunte de los préstamos de las IFM a empresas se ha producido, en parte, al mismo tiempo que la recuperación de la inversión en capital fijo. La tasa de crecimiento interanual de la inversión no residencial alcanzó el 5,7% en el segundo trimestre del 2006, frente al 2,6% del segundo trimestre del 2005, pero se mantiene por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el período 1998-2000 durante el auge de la inversión en tecnologías de la información (véase gráfico A). La encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006 también indica que la fuerte aceleración de la demanda de préstamos por parte de las empresas se debió, de forma creciente, a la necesidad de financiar la inversión en capital fijo¹. Del mismo modo, los datos sobre préstamos sindicados a las sociedades no financieras sugieren que un porcentaje sustancial del reciente crecimiento de los préstamos es atribuible a las necesidades de capital para gasto en equipo y para otros fines generales, así como de capital circulante (véase gráfico B; categoría «Otros»). Más recientemente, se ha producido también un repunte del gasto en existencias², que posiblemente haya contribuido a la recuperación de la tasa de crecimiento nominal de los préstamos a corto plazo, que alcanzó el 10,8% en términos interanuales en noviembre del 2006.

1 Véase el recuadro 2 titulado « Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006 », en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

2 Como indican, por ejemplo, las existencias de bienes adquiridos del índice de directores de compras de la zona del euro, en donde se observó una expansión durante el tercer trimestre del 2006, y confirman los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006, en la que se informó de que las «existencias y el capital circulante» era uno de los principales factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas.

Gráfico A Tasa de crecimiento interanual real de los préstamos a las sociedades no financieras e inversión no residencial

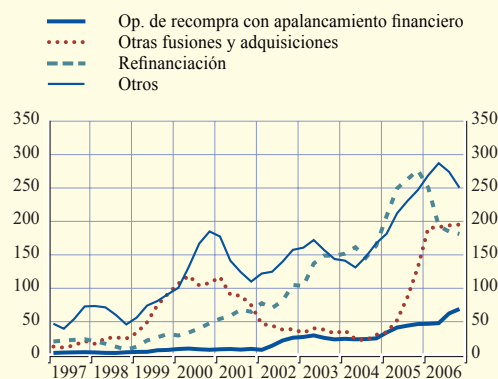
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.
Nota: Deflactado por el deflactor del PIB.

Gráfico B Préstamos sindicados a las sociedades no financieras en la zona del euro, por finalidad

(mm de euros)



Fuente: Thomson Deals.

Los factores financieros también parecen haber desempeñado una función importante en la reciente evolución del crédito concedido a las sociedades no financieras. En concreto, en los últimos años el crecimiento de los préstamos a empresas se ha visto incentivado por la dependencia que muestran estas instituciones de los bancos (y de las tenencias de efectivo) para financiar un número creciente de operaciones de fusión y adquisición, entre las que se incluyen las operaciones de recompra con apalancamiento financiero³. El valor de las operaciones de fusión y adquisición financiadas mediante efectivo y deuda en las que las sociedades no financieras eran las adquirientes se situó en torno a los 270 mm de euros, en términos anuales, en el segundo trimestre del 2006, el nivel más elevado desde comienzos del 2001 (véase gráfico C). Aunque esta actividad se moderó ligeramente en el segundo semestre del 2006, mantuvo su fortaleza en términos históricos y, por lo tanto, es probable que haya seguido contribuyendo de forma significativa al aumento del crecimiento de los préstamos (véase gráfico B). Por otra parte, esto también puede reflejar el hecho de que, en los últimos años, los préstamos sindicados parecen haber sustituido a la emisión de valores de renta fija como fuente principal de financiación mediante deuda de las operaciones de fusión y adquisición. Además del significativo repunte observado en el número de fusiones y adquisiciones, el endeudamiento por parte de las empresas puede haberse incrementado también para financiar otras inversiones. Según los datos de balance de las sociedades cotizadas⁴, desde el año 2003 se ha registrado un fuerte aumento en los activos financieros de las empresas de la zona del euro. Por el contrario, aunque en los años precedentes las sociedades no financieras habían recurrido fundamentalmente a la financiación mediante préstamos para reestructurar y financiar la deuda acumulada durante el período 1998-2000, este efecto parece haberse mitigado algo en los últimos años (véase gráfico B). Asimismo, no se puede descartar la posibilidad de que los fondos obtenidos por las sociedades no financieras se utilicen también para financiar la inversión directa extranjera.

Algunos otros factores pueden haber acrecentado la capacidad de los prestatarios de la zona del euro de adquirir deuda. En primer lugar, los tipos de interés no sólo se han situado en niveles muy bajos durante

3 Véase también el recuadro titulado «Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2006, y el recuadro titulado «Tendencias recientes en las operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero en la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

4 Basado en datos de Thomson Financial Datastream.

los últimos años, sino que el diferencial frente a algunas medidas del coste real del capital también se ha ampliado con respecto a la situación del período 1998-2000. Ello puede haber provocado un desplazamiento hacia tasas de apalancamiento óptimas más elevadas, lo que ha incrementado la demanda de deuda. Además, el reducido nivel de los tipos de interés significa que las ratios de endeudamiento más altas no se han traducido en una mayor carga de intereses, que podría haber aumentado más aún la capacidad de endeudamiento de las empresas. Por otra parte, la demanda de préstamos por parte de las empresas puede haberse visto afectada en regiones con mercados de la vivienda en auge. Por consiguiente, además de las sociedades que invierten regularmente en inmuebles residenciales, otras empresas pueden haber tratado también de beneficiarse de los cada vez más elevados precios de la vivienda, lo que podría haber contribuido al crecimiento de los préstamos a empresas en algunos países de la zona del euro durante los últimos años. Pese a la importancia cuantitativa de este impulso sobre la demanda, es asimismo probable que los mayores precios de la vivienda hayan tenido un impacto positivo sobre el valor de los activos de garantía y el neto de las empresas, mejorando así su acceso a la financiación bancaria.

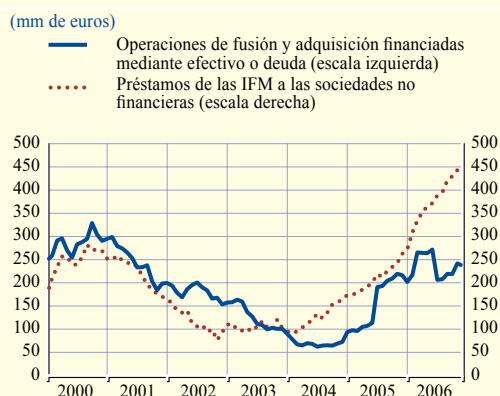
Por último, las condiciones de oferta de préstamos han experimentado cambios destacables en los últimos años, debido a las innovaciones financieras y tecnológicas. En concreto, es probable que la creciente importancia de la titulización de préstamos y la aparición de los mercados de derivados de crédito hayan mejorado la gestión de los riesgos de crédito de los bancos y, por lo tanto, hayan contribuido a que se produzca un desplazamiento hacia fuera en la curva de oferta de préstamos bancarios⁵. En este contexto, los bancos pueden haber mejorado su capacidad de diversificar su riesgo de crédito vendiendo préstamos o cubriéndose en mercados de derivados. Ello puede haber ayudado a la gradual relajación observada en los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos y a las líneas de crédito, como se menciona en la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE de octubre del 2006. Al mismo tiempo, las medidas de reestructuración y los esfuerzos por incrementar la eficiencia en los costes han mejorado la capacidad de financiación de los bancos durante los últimos años⁶.

En general, el aumento del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras observado en los últimos trimestres es atribuible a una confluencia de factores. Además de ser consecuencia del bajo nivel de los tipos de interés reales, la demanda de préstamos por parte de las empresas se ha visto impulsada por la necesidad de financiar la formación de capital fijo, las existencias y la inversión financiera, en especial las operaciones de fusión y adquisición. Por otra parte, es posible que el acceso al crédito de las sociedades no financieras haya mejorado, debido, por ejemplo, a la relajación de las condiciones de concesión de créditos de los bancos, motivada en parte por la mejora de las herramientas de gestión de riesgos en el sector bancario, incluida la aparición de mercados de derivados de crédito.

⁵ Según las estadísticas sobre los mercados de derivados OTC publicadas por el BPI en el primer semestre del 2006, los saldos vivos notacionales de los contratos de *credit default swap* (seguros de riesgo de crédito) alcanzaron los 20 billones de dólares a finales de junio del 2006 (10 billones de dólares más que en el año anterior).

⁶ Véase «EU banking sector stability», BCE, noviembre del 2006.

Gráfico C Operaciones de fusión y adquisición financiadas mediante efectivo o deuda



Fuentes: BCE y Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).
Nota: Total móvil de 12 meses del flujo de préstamos a las sociedades no financieras y valor de las operaciones de fusión y adquisición financiadas con efectivo y con deuda en las que las empresas adquirentes son de la zona del euro.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

En octubre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro siguió aumentando con intensidad. El origen de esta evolución fue el incremento de la ya elevada tasa de 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 los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó ligeramente, y continuó en los relativamente reducidos niveles observados en meses precedentes. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció 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 8% en octubre del 2006, desde el 7,4% de septiembre (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 16,1% en octubre, continuó superando con creces a la de los valores distintos de acciones a tipo de interés fijo (que fue del 5,1%), aunque esta última tasa ha aumentado con intensidad desde junio del 2006. Por consiguiente, las emisiones a tipo de interés variable han incrementado ligeramente su participación en la emisión neta de valores distintos de acciones en períodos recientes, y representó en torno al 36% de las emisiones en el período comprendido entre enero y octubre del 2006, en comparación con el 42% que les correspondió a las emisiones a tipo de interés fijo en ese mismo período. En cuanto a la estructura de plazos de las emisiones, las tasas de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones, tanto a corto como a largo plazo, se incrementaron en octubre del 2006, hasta el 6,6% y el 8,2%, respectivamente.

Si se considera la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras descendió hasta el 4,5% en octubre (véase gráfico 6). El relativamente moderado crecimiento observado en períodos recientes, sobre todo si se compara con la intensa expansión de los préstamos de las IFM a estas sociedades, parece deberse a la sustitución de la

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Oct	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Sep	2006 Oct
Valores distintos de acciones:	11.020	7,5	7,4	7,4	7,1	7,4	8,0
IFM	4.521	9,2	8,9	9,2	8,4	9,0	9,7
Instituciones financieras no monetarias	1.111	21,5	25,4	26,4	26,6	27,0	29,8
Sociedades no financieras	644	3,5	3,4	3,7	4,6	4,8	4,5
Administraciones Públicas	4.743	4,3	3,7	3,0	2,8	2,7	3,0
De las cuales:							
Administración Central	4.445	3,9	3,2	2,5	2,2	2,2	2,6
Otras Administraciones Públicas	298	12,3	11,8	11,4	11,6	10,2	9,3
Acciones cotizadas:	5.853	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1
IFM	1.016	2,2	1,2	1,5	1,8	1,7	2,0
Instituciones financieras no monetarias	613	3,2	3,5	2,2	1,5	1,5	1,1
Sociedades no financieras	4.224	0,7	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9

Fuente: BCE.

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

emisión de valores distintos de acciones por préstamos bancarios como fuente de financiación externa que actualmente están llevando a cabo las sociedades de la zona. Los fondos captados mediante préstamos pueden haber contribuido a las numerosas operaciones de fusión y adquisición y de recompra con apalancamiento financiero observadas en el sector empresas de la zona del euro en los últimos años (véase recuadro 2). En octubre, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras aumentó y se tornó positiva, situándose en el 0,6%, mientras que la de la emisión de este tipo de valores a largo plazo por este sector se redujo hasta el 5,3%.

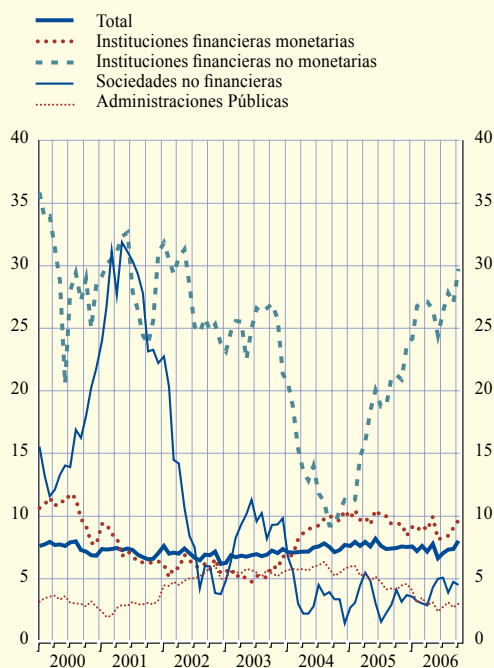
En octubre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó de nuevo, hasta el 9,7%, desde el 9% de septiembre. El crecimiento de la emisión a tipo de interés fijo se fortaleció ligeramente el año pasado, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión a tipo de interés variable descendió considerablemente. Con todo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión a tipo de interés fijo continúa estando por debajo de la correspondiente a la emisión a tipo variable. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se incrementó notablemente en octubre, hasta el 18,3%, mientras que la de la emisión de esta clase de valores a largo plazo siguió creciendo a tasas similares a las observadas en meses precedentes (véase también el recuadro titulado «Evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3»). En general, es probable que el acusado crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las IFM sea consecuencia de la elevada demanda de fondos para refinanciar el fuerte crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras.

En octubre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias registró un considerable ascenso, hasta el 29,8%. Este elevado nivel de crecimiento está relacionado, en gran parte, con el hecho de que las sociedades no financieras, las IFM y otros intermediarios estén asegurando la financiación externa mediante deuda indirectamente, recurriendo a las instituciones financieras no monetarias a través de filiales financieras y entidades de propósito especial. A este respecto, el pronunciado nivel de emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias también puede tener su origen en la emisión vinculada a las operaciones de recompra con apalancamiento financiero, que fueron muy numerosas en el año 2006¹.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas, que se incrementó ligeramente en octubre del 2006, hasta el 3%, desde el 2,7% de septiembre, parece haber interrumpido su tendencia a la baja en un nivel relativamente próximo a los históricamente reducidos niveles

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.

¹ Véase el recuadro 4, titulado «Tendencias recientes en las operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero en la zona del euro» en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

observados a principios del 2001. Estos movimientos son reflejo de la evolución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central (que se situó en el 2,6% en octubre). El crecimiento de la actividad emisora de otras Administraciones Públicas continúa siendo considerablemente más elevado, situándose en una tasa interanual del 9,3% en octubre del 2006, pese a haberse moderado en los meses anteriores.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en octubre, en el 1,1%. En términos de emisiones por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan aproximadamente las tres cuartas partes de la emisión de este tipo de valores, no experimentó variaciones en octubre, en general, con respecto al mes anterior, y fue del 0,9% (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM aumentó ligeramente, hasta alcanzar el 2% en octubre.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Entre principios de diciembre del 2006 y comienzos de enero del 2007, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos. Dado que el aumento de los tipos del mercado monetario a los plazos más largos fue superior al observado a los plazos más cortos, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación en el período citado.

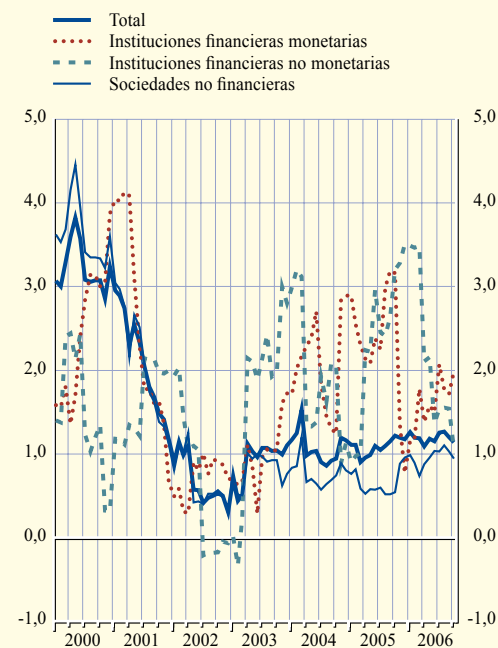
En el período transcurrido entre principios de diciembre del 2006 y comienzos de enero del 2007, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron, y el aumento más importante fue el observado a los plazos más largos de la curva de rendimientos. En comparación con los primeros días de diciembre, los tipos a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se elevaron 2, 11, 14 y 21 puntos básicos, respectivamente, y el 10 de enero de 2007 se situaban en el 3,61%, el 3,74%, el 3,88% y el 4,06%. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 26 puntos básicos, a principios de diciembre del 2006, a 45 puntos básicos el 10 de enero de 2007 (véase gráfico 8).

El 10 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2007 eran del 3,94%, el 4,10% y el 4,14%, respectivamente. Estos tipos se situaban 16, 29 y 37 puntos básicos por encima de los niveles correspondientes observados a principios de diciembre.

El 7 de diciembre de 2006, el Consejo de Gobierno decidió aumentar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, fijando el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación

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

(tasas de crecimiento interanual)

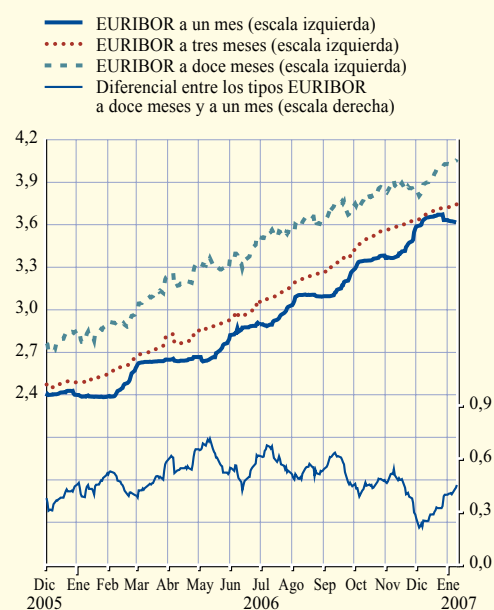


Fuente: BCE.

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

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario

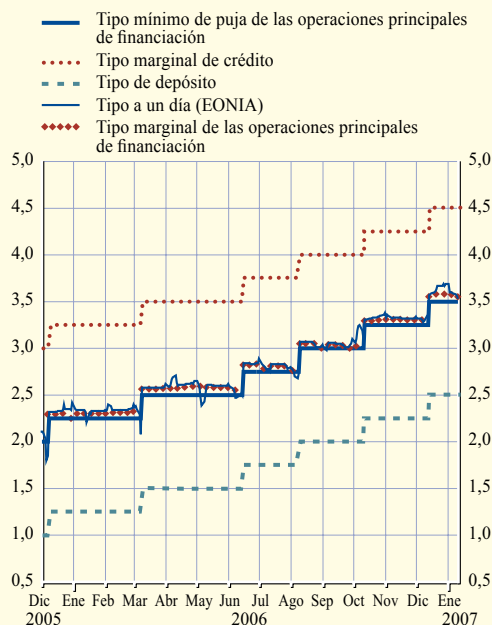
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

del Eurosistema en el 3,50% a partir de la operación ejecutada el 13 de diciembre de ese año. Hacia finales del período de mantenimiento que terminó el 12 de diciembre de 2006, el EONIA llegó al 3,35%, con unas expectativas de los participantes en el mercado de una situación restrictiva de liquidez. Aunque el BCE ejecutó una operación de ajuste de inyección de liquidez el 12 de diciembre, el EONIA se situó en el 3,36%. A principios del período de mantenimiento que se inició el 13 de diciembre, se incrementó hasta el 3,57%, como consecuencia de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE. El tipo de interés a un día registró un nuevo y considerable aumento durante la segunda semana del período de mantenimiento, que coincidió con las vacaciones de Navidad. El último día hábil del año, el tipo a un día aumentó de nuevo, hasta el 3,69%, como consecuencia del habitual efecto de fin de año. La magnitud de este efecto fue similar al observado en los dos años precedentes. Al igual que en anteriores ocasiones, el BCE proporcionó abundante liquidez a las entidades de crédito en diciembre para contrarrestar la incertidumbre relacionada con el período vacacional. El 10 de enero de 2007, el EONIA cayó hasta el 3,53%, lo que supuso un diferencial de 3 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja (véase gráfico 9).

En el período de mantenimiento que comenzó el 13 de diciembre, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementaron, debido a la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 7 de diciembre de subir los tipos de interés oficiales del BCE. Se proporcionó liquidez a un tipo de interés marginal del 3,55%-3,58% y a un tipo medio ponderado del 3,56%-3,58%. La única excepción la constituyó la subasta que cubría el fin de año, en la que el tipo medio ponderado aumentó hasta el 3,68%, y el inusualmente elevado diferencial entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado en la subasta del BCE fue consecuencia de la mayor incertidumbre asociada al final del año.

En la operación de financiación a plazo más largo ejecutada por el Eurosistema el 21 de diciembre de 2006, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 3,66% y el 3,67%, respectivamente, 5 y 4 puntos básicos por debajo del EURIBOR vigente en esa fecha.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo mejoró considerablemente en la zona del euro y en Estados Unidos, debido, principalmente, a que los rendimientos reales fueron más elevados. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación y las primas de riesgo relacionadas —medidas por las tasas de inflación implícitas— prácticamente no registraron variaciones. El incremento de los rendimientos reales en la zona del euro tuvo su origen, en su mayor parte, en la percepción del mercado de unas perspectivas económicas más favorables, como indican los datos económicos, mejores de lo esperado, publicados recientemente.

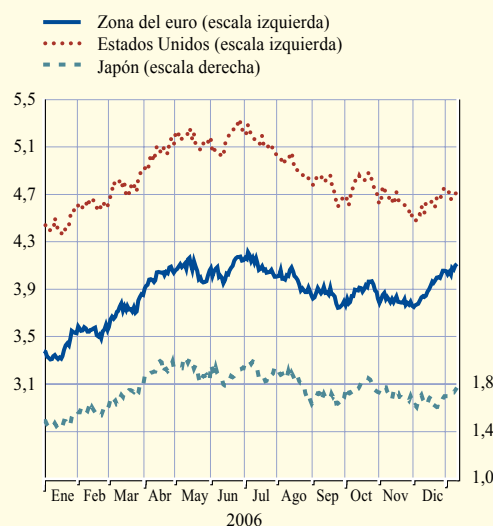
En diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en la zona del euro y en Estados Unidos, invirtiendo los moderados descensos observados en noviembre (véase gráfico 10). En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó unos 35 puntos básicos entre finales de noviembre y el 10 de enero, fecha

en que se situó en el 4,1%. El ascenso registrado por el rendimiento de la deuda pública a largo plazo equivalente de Estados Unidos fue algo menor, de 20 puntos básicos, hasta alcanzar aproximadamente el 4,7% el 10 de enero. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó 10 puntos básicos y finalizó el período de referencia en torno al 1,8%. Las medidas de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija apenas se modificaron en la zona del euro y en Estados Unidos, lo que sugiere que la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas a corto plazo de estos mercados continuó siendo baja en términos históricos.

En Estados Unidos, los rendimientos real y nominal de la deuda pública a largo plazo se incrementaron de forma paralela, lo que llevó a que la compensación por la inflación prevista y las primas de riesgo asociadas prácticamente no se modificaran. A su vez, estos aumentos de los rendimientos pueden estar relacionados, en cierta medida, con la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado. En particular, los resultados de encuestas sobre empleo publicadas a principios del período analizado ejercieron fuertes presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que se vieron respaldadas por el acusado crecimiento de las ventas al por menor observado a mediados de diciembre. La decisión adoptada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal el 12 de diciembre de no modificar el tipo de interés oficial de los fondos federales y mantenerlo en el 5,25%, ampliamente esperada por los participantes en el mercado, no causó un impacto reseñable sobre la evolución del rendimiento de la deuda pública. En este país, las expectativas de inflación de los participantes en el mercado y las primas de riesgo relacionadas —medidas por las tasas de inflación implícitas a largo plazo— no parecieron registrar variacio-

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

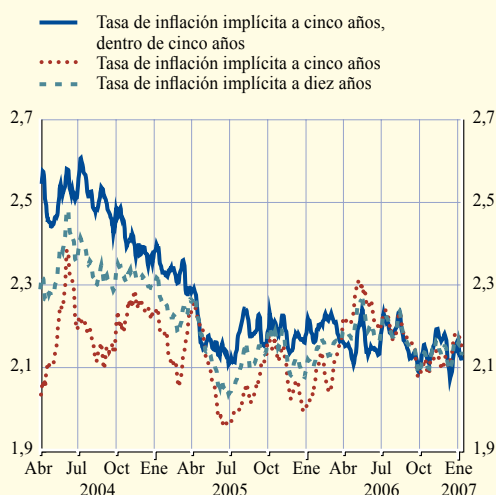


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

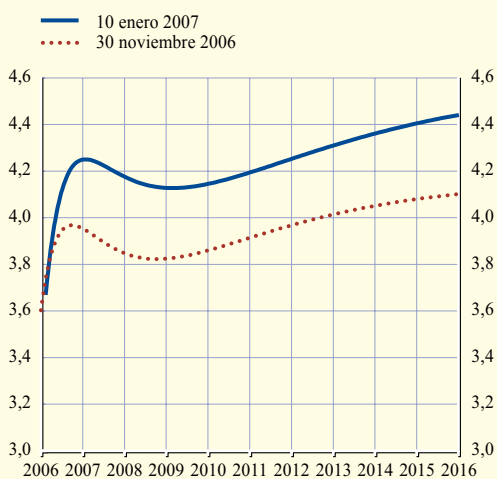
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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.

nes durante el período de referencia. El 10 de enero, la tasa de inflación implícita calculada tomando como referencia la deuda con vencimiento en el 2015 se situó en un nivel en torno al 2,3%.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública aumentó más que en Estados Unidos, y el diferencial entre la deuda pública a diez años de ambas áreas económicas se estrechó unos 15 puntos básicos, hasta situarse en 60 puntos básicos el 10 de enero. Al parecer, el incremento del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona se debió, en cierta medida, al creciente optimismo de los participantes en el mercado en lo que respecta a las perspectivas económicas de la zona de corto a medio plazo. Esta opinión se sustenta, por ejemplo, en la publicación de datos económicos positivos, en general, durante el período analizado y en el hecho de que el rendimiento de la deuda iniciada con la inflación con vencimiento en el 2015 se elevara unos 40 puntos básicos entre finales de noviembre del 2006 y el 10 de enero de 2007.

En general, las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro prácticamente no registraron variaciones durante el período de referencia. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, una medida de las expectativas de inflación a largo plazo y de las primas de riesgo relacionadas, descendió ligeramente y permaneció en un nivel cercano al 2,1% (véase gráfico 11). Por otra parte, a principios de enero, las tasas de inflación implícitas a cinco años y a diez años se situaron en niveles muy próximos, indicando que las expectativas de inflación y las primas de riesgo asociadas eran relativamente similares en estos horizontes temporales.

Es probable que el desplazamiento al alza de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro en horizontes de corto a medio plazo observado durante el período de referencia se deba, en parte, a la percepción de los inversores de evidente mejora de las perspectivas económicas (véase gráfico 12). Sin embargo, el hecho

de que se observara un notable desplazamiento al alza de la citada curva en su conjunto posiblemente sugiere que las primas por plazo, especialmente a los plazos más largos de la curva, podrían haber repuntado ligeramente con respecto a los muy reducidos niveles observados en los últimos meses y años². La decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 7 de diciembre de incrementar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE fue ampliamente anticipada por los mercados y, por ello, no dio lugar a una revisión sustancial de las expectativas acerca de los tipos de interés futuros, lo que habría afectado al rendimiento de la deuda pública.

2 Véase el recuadro titulado «¿Qué influencia han tenido las primas de riesgo en el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro?», en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta oct 2006 ²⁾		
	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Sep	2006 Oct	2006 Mar	2006 Jun	2006 Sep
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,96	2,14	2,36	2,56	2,87	3,03	67	47	16
A plazo a más de dos años	2,02	2,18	2,43	2,57	2,68	2,84	41	27	16
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,98	1,97	1,98	2,03	2,26	2,29	31	26	3
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,29	2,30	2,37	2,52	2,68	2,74	37	22	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	0,97	1,03	1,15	1,23	1,36	1,45	30	22	9
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,04	2,26	2,48	2,70	2,98	3,19	71	49	21
A plazo a más de dos años	2,98	3,55	3,34	3,23	3,70	4,19	85	96	49
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,97	6,73	6,77	7,15	7,89	7,63	86	48	-26
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	4,31	4,42	68	40	11
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,00	4,03	4,23	4,51	4,63	4,59	36	8	-4
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,13	5,14	5,30	5,46	5,69	5,76	46	30	7
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	4,74	4,91	68	44	17
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,06	4,10	4,19	4,40	4,59	4,59	40	19	0
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	2,97	3,23	3,50	3,74	4,02	4,22	72	48	20
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	4,47	25	21	-1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,14	2,47	2,72	2,99	3,34	3,50	78	51	16
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,21	2,80	3,22	3,47	3,62	3,69	47	22	7
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,60	3,07	3,47	3,78	3,70	3,77	30	-1	7

Fuente: BCE.

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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

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

En octubre del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se incrementaron, en general, en comparación con el mes precedente. En la mayor parte de los casos, estos aumentos fueron de la misma magnitud que los observados en los tipos equivalentes del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 13). Al mismo tiempo, como suele ser habitual, las variaciones de los tipos de interés aplicados por las IFM a los descubiertos en cuenta y a los depósitos a la vista fueron menos pronunciadas.

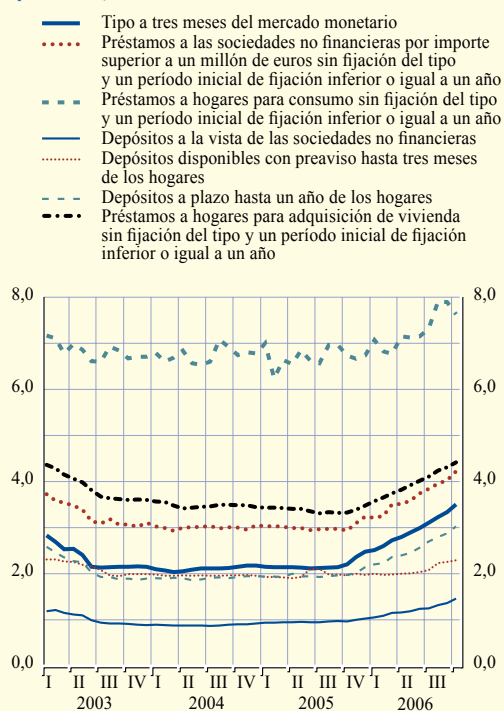
Desde una perspectiva a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se ha elevado de manera acorde con la evolución de los tipos de interés del mercado monetario, que llevan aumentando desde septiembre del 2005. El año pasado, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las citadas instituciones tendieron a incrementarse menos que sus equivalentes del mercado monetario. No obstante, desde el mes de agosto, esta tendencia se ha moderado e incluso se ha invertido, como consecuencia del desfase en la transmisión de anteriores subidas. El tipo de interés a tres meses del mercado monetario registró una subida de unos 103 puntos básicos en el período comprendido entre diciembre del 2005

y octubre del 2006. En comparación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos hasta un año de los hogares aumentaron 89 puntos básicos, aproximadamente. De igual modo, las subidas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a tipo de interés variable y un período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año fueron de 90 a 99 puntos básicos durante ese mismo período. Sin embargo, en octubre del 2006, los incrementos intermensuales observados en los tipos de interés del mercado monetario y en los aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos fueron, en general, similares, con la excepción de los tipos de interés aplicados por estas instituciones a los préstamos a corto plazo de los hogares para consumo, en los que se registró un descenso.

En octubre del 2006, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos se incrementaron notablemente, mientras que los aplicados por este sector a los préstamos prácticamente no registraron variaciones (véanse cuadro 4 y gráfico 14). En el período transcurrido hasta octubre del 2006, los aumentos de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos fueron, en general, menores que las subidas observadas en los tipos de interés de mercado a plazos similares. Es probable que

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

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



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.

esto tenga su origen en el hecho de que suelen producirse ciertos retardos en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos a las variaciones de los tipos de mercado. Al mismo tiempo, también se ha de observar que los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a más de dos años de las sociedades no financieras fluctuaron notablemente y se situaron en torno al 4,2% en octubre.

Si se considera un período algo más prolongado, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos ha seguido la trayectoria al alza observada en los tipos de interés de mercado equivalentes desde septiembre del 2005. Sin embargo, estos incrementos de los tipos de interés aplicados por las citadas instituciones han sido menores que los registrados en los tipos de interés de mercado a largo plazo, reduciendo con ello los diferenciales bancarios. El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro, por ejemplo, se incrementó 70 puntos básicos entre diciembre del 2005 y octubre del 2006. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años sólo se elevaron unos 56 puntos básicos durante ese período. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, los tipos de interés aplicados por las IFM registraron un ascenso de 49 puntos básicos, con independencia del importe de los préstamos. Las subidas observadas en los tipos de interés a largo plazo de los depósitos entre diciembre del 2005 y octubre del 2006 son comparables a los aumentos de los tipos de mercado relevantes, lo que sugiere que la transmisión de los tipos casi es completa actualmente.

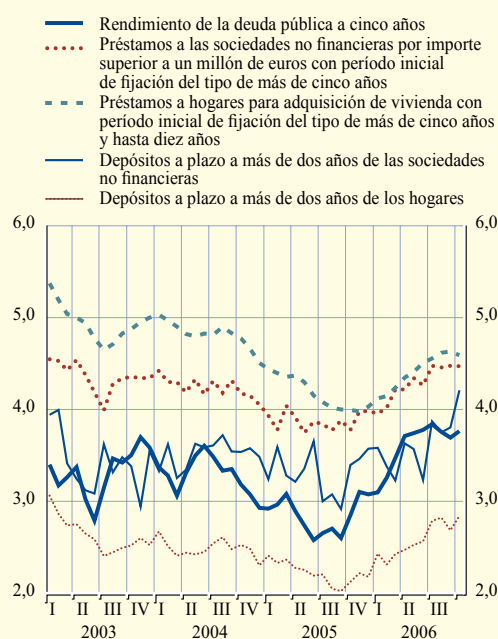
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En diciembre, las cotizaciones bursátiles registraron un pronunciado incremento en la zona del euro y en Japón, mientras que, en Estados Unidos, fue más moderado. La evolución reciente de la zona del euro puede considerarse en un contexto de persistente e intenso crecimiento real y esperado de los beneficios, de noticias generalmente positivas sobre las perspectivas económicas y, probablemente, también de una mayor preferencia de los inversores por el riesgo.

En diciembre, los índices bursátiles amplios continuaron mejorando en los principales mercados (véase gráfico 15). Esta evolución puede considerarse en el contexto de la publicación de noticias, en general, positivas, sobre las perspectivas económicas en las economías analizadas. Entre finales de noviembre

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

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



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.

del 2006 y el 10 de enero de 2007, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, registraron una pronunciada subida, del 4%, aproximadamente. En Estados Unidos, el aumento del índice Standard & Poor's 500 fue más moderado, del 1%, en ese mismo período. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, también se incrementaron alrededor del 4%. Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre de los participantes en el mercado en lo que respecta a la evolución a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, aumentó ligeramente durante el período de referencia. Sin embargo, la volatilidad implícita continuó siendo reducida, en términos históricos, a ambos lados del Atlántico.

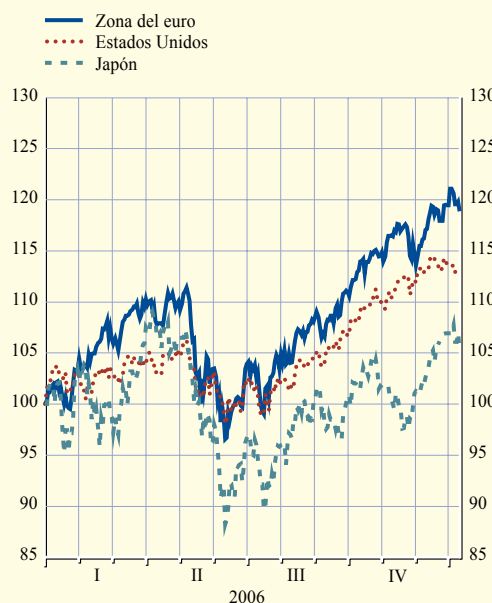
En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles continuaron subiendo en octubre. Los datos sobre crecimiento de los beneficios siguieron sorprendiendo, en promedio, positivamente. El crecimiento interanual real de los beneficios de las sociedades que cotizan en el índice Standard & Poor's 500 no registró variaciones en comparación con noviembre y se situó en torno al 14%, mientras que el crecimiento de los beneficios esperado por los analistas dentro de 12 meses permaneció próximo al 10% en diciembre, según datos del I/B/E/S³. No obstante, la subida de los tipos de interés a largo plazo y cierta especulación en los mercados acerca de que la Reserva Federal pueda seguir una política monetaria más restrictiva de lo esperado previamente podrían haber impedido nuevas alzas de las cotizaciones.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro registraron una subida considerable durante el período de referencia, a pesar del incremento de los tipos de interés a largo plazo. Varios factores contribuyeron a ello, entre los que se incluyen un persistente y elevado crecimiento real de los beneficios empresariales y la publicación de noticias positivas en lo que respecta a las perspectivas económicas. El crecimiento interanual real de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX se situó en aproximadamente el 19% en diciembre, un nivel que se ha mantenido durante la mayor parte del 2006. Según el I/B/E/S, el crecimiento esperado por los analistas de los beneficios de las empresas que cotizan en ese índice descendió ligeramente, no sólo para los doce próximos meses, sino también en horizontes temporales más prolongados (dentro de tres a cinco años). No obstante, dicho crecimiento se mantuvo en torno al 10%, por lo que fue acorde, en general, con los abultados niveles observados durante los dos últimos años.

Además, es posible que las cotizaciones bursátiles de la zona del euro también se hayan beneficiado de la percepción de un nivel menor de riesgo y de una mayor preferencia por éste por parte de los participantes en el mercado, lo que ha forzado a la baja la prima exigida por los inversores por mantener acciones. El hecho de que

Gráfico 15 Índices bursátiles

(índice: 1 enero 2006 = 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.

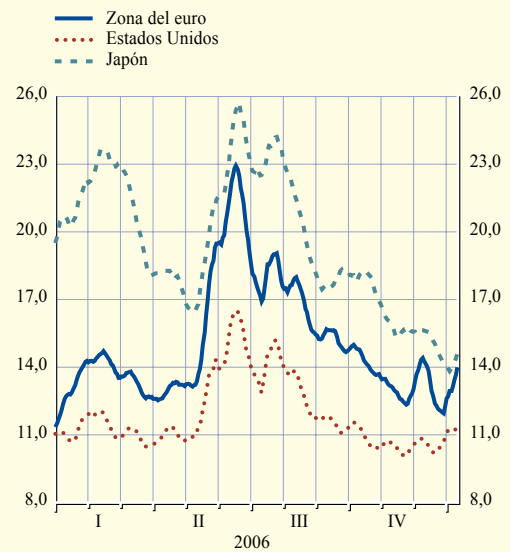
3 Institutional Broker's Estimates System.

los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación BBB de la zona del euro volvieron a reducirse en diciembre y principios de enero es acorde con una mayor inclinación general por el riesgo por parte de los participantes en el mercado.

En diciembre y principios de enero, los tipos de interés a largo plazo registraron considerables aumentos a ambos lados del Atlántico, mientras que las cotizaciones bursátiles únicamente se incrementaron de forma pronunciada en la zona del euro. Dado que estos tipos se utilizan para descontar beneficios futuros, una fuerte subida de los tipos de interés suele provocar una respuesta más moderada de las cotizaciones bursátiles a las señales de mejores perspectivas económicas. En este contexto, el fuerte aumento de las cotizaciones de la zona del euro podría estar asociado a la solidez a las perspectivas de beneficios y de los mercados de renta variable, en términos más generales. En la encuesta Global Fund Manager Survey de diciembre se constató que la percepción de los niveles de valoración de los mercados de renta variable y las perspectivas en cuanto a beneficios empresariales eran relativamente más favorables en la zona del euro, lo que, posiblemente, ofrezca más margen para que las cotizaciones de la zona reaccionen ante noticias positivas.

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 son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que, tras aumentar en noviembre, debido a un efecto de base, la inflación medida por el IAPC se mantuvo estable en el 1,9% en diciembre del 2006. Mientras que la evolución reciente de los precios industriales sigue apuntando a presiones al alza sobre los precios, como resultado de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones sobre los costes procedentes del mercado de trabajo permanecen moderadas. A comienzos del 2007, es probable que la inflación medida por el IAPC acuse los efectos de la elevación de los impuestos indirectos prevista para enero, aunque el impacto exacto de estos aumentos es incierto. La inflación medida por el IAPC mostrará, probablemente, cierta volatilidad en el transcurso del 2007, como consecuencia de efectos de base y de la evolución futura de los precios del petróleo. A más largo plazo, se prevé que las tasas de inflación interanual oscilen en torno al 2% en el 2007 y 2008, y siguen existiendo riesgos alcistas para las perspectivas de inflación.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE DICIEMBRE DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC general se mantuvo estable en el 1,9% en diciembre (véase cuadro 5). No se dispone todavía del detalle de los componentes del IAPC. Si se confirma el avance, para el conjunto del año 2006 la inflación medida por el IAPC se habrá situado, en promedio, en el 2,2%, la misma tasa que la observada en el 2005.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA NOVIEMBRE DEL 2006

La inflación medida por el IAPC se elevó sensiblemente en noviembre del 2006, hasta el 1,9%, desde el 1,6% de octubre (véase gráfico 17). Este ascenso se debió, en su casi totalidad, a un efecto de base desfavorable en relación con los precios de la energía, aunque se produjo también un leve aumento del componente de alimentos no elaborados. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo sin cambios en el 1,6%, reflejo de la estabilidad de las tasas de variación de los precios de los componentes menos volátiles del IAPC.

La evolución de los precios de la energía ha configurado de forma significativa el perfil de la inflación medida por el IAPC general en la mayor parte del 2006. La caída de los precios del petróleo, junto con efectos de base favorables, fue el principal determinante del descenso de la inflación observado entre julio

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2006 Jul	2006 Ago	2006 Sep	2006 Oct	2006 Nov	2006 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	.	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9
Energía	10,1	.	9,5	8,1	1,5	-0,5	2,1	.
Alimentos no elaborados	0,8	.	3,2	3,9	4,6	4,2	4,4	.
Alimentos elaborados	2,0	.	2,3	2,2	1,8	2,3	2,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	.	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	.
Servicios	2,3	.	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	.	6,0	5,7	4,6	4,0	4,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	52,9	58,8	57,8	50,3	47,6	46,7	47,4
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	26,7	26,8	26,4	28,7	22,9	17,7

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

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

y octubre. Sin embargo, en noviembre el efecto de base desfavorable derivado de la disminución de los precios de la energía registrada en noviembre del 2005 contrarrestó el efecto de la simultánea reducción de los precios del petróleo. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se elevó desde el -0,5% de octubre hasta el 2,1% de noviembre. Tal y como se indica en el recuadro 3, los efectos de base relacionados con la energía, así como otros componentes del IAPC, podrían influir notablemente en el perfil mensual de la inflación interanual medida por el IAPC en el 2007.

Recuadro 3

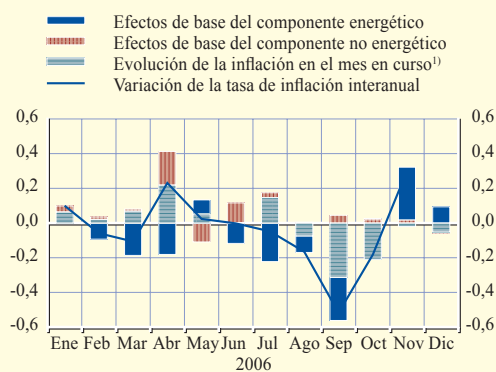
INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE Y FUTURA DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

La tasa de variación interanual del IAPC ha mostrado recientemente una considerable volatilidad. En efecto, desde el 2,3% registrado en agosto del 2006 ha descendido hasta el 1,7% en septiembre y el 1,6% en octubre, antes de repuntar hasta el 1,9% en noviembre. Este perfil puede explicarse, en gran medida, por la evolución de los precios de la energía, en particular por los precios del petróleo. Sin embargo, las variaciones de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en determinados meses se han debido no sólo a la evolución reciente de los precios a corto plazo (es decir, las variaciones de un mes a otro), sino también a su volatilidad en el año anterior, que repercute a través del denominado «efecto de base». Este efecto puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes, derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto al perfil estacional habitual¹. Sin embargo, para algunos componentes, esta medida podría adolecer de cierta incertidumbre, debido a la posible volatilidad de su perfil estacional (los precios de los alimentos no elaborados pueden verse afectados por las condiciones atmosféricas, y los precios de las vacaciones organizadas, por los efectos de calendario), o podría cambiar a lo largo del tiempo (por ejemplo, el perfil estacional de los precios de los bienes industriales no energéticos en el mes de enero puede verse afectado por cambios en la regulación de las prácticas de descuento en los períodos de rebajas). En este recuadro se analiza la incidencia de los efectos de base en la evolución reciente de la inflación medida por el IAPC y se ofrecen algunas indicaciones sobre su posible impacto en el 2007.

La determinación de un perfil mensual estacional para cada componente del IAPC permite estimar las contribuciones respectivas de los efectos de base y de la evolución actual a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC. Como puede apreciarse en el gráfico A, los efectos de base contribuyeron de forma significativa a configurar la evolución de la inflación medida por el IAPC en el 2006². En particular, los importantes efectos de base derivados de las fuertes subidas de los precios

Gráfico A Desagregación de las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en el 2006

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



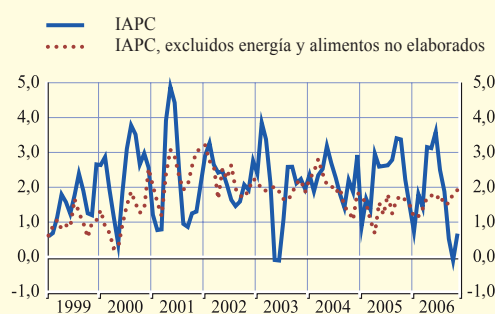
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculada como la diferencia entre la variación de la tasa de inflación interanual y los efectos de base combinados de los componentes energéticos y no energéticos.

- 1 Véase el recuadro titulado «Efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC a comienzos del 2005», en el Boletín Mensual de enero del 2005.
- 2 Las contribuciones de los efectos de base a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual se calculan como la desviación de la variación intermensual (sin desestacionalizar) registrada doce meses antes, con respecto a la variación intermensual «normal» estimada. La variación intermensual «normal» se obtiene añadiendo un factor estacional estimado para cada mes a la variación media intermensual observada desde enero de 1995.

Gráfico B Evolución a corto plazo del IAPC desestacionalizada

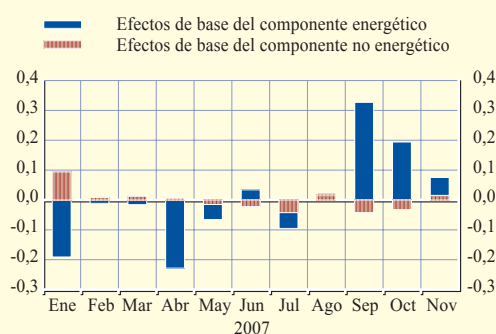
(tasas de variación de tres meses anualizadas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: El componente energético no está ajustado de efectos estacionales.

Gráfico C Contribuciones de los efectos de base a las variaciones mensuales esperadas de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en el 2007

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

energéticos registradas en el 2005 tuvieron una favorable incidencia a la baja sobre la tasa de inflación interanual durante la mayor parte del año. En septiembre, cerca de la mitad del acusado descenso de la inflación interanual se debió al marcado aumento de los precios de la energía observado un año antes, tras el paso de los huracanes Katrina y Rita. Por el contrario, en noviembre un acentuado efecto de base desfavorable de los precios energéticos tuvo una incidencia al alza sobre la inflación interanual medida por el IAPC. En diciembre, es probable que haya proseguido este desfavorable efecto de base, aunque de forma más moderada. En general, los efectos de base de los componentes no energéticos fueron relativamente reducidos en el 2006, con la notable excepción del período comprendido entre abril y junio, debido a cierta volatilidad estacional de los precios de los servicios, como consecuencia de un cambio en las fechas de las vacaciones de primavera en relación con las del año anterior, con las consiguientes repercusiones sobre los precios de las vacaciones organizadas.

Para complementar el análisis de las variaciones interanuales del IAPC, hay que considerar las recientes variaciones a corto plazo de los precios, por ejemplo, la tasa de variación de tres meses anualizada (desestacionalizada) del IAPC³. El gráfico B recoge este indicador para el IAPC general y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados. Esta medida ha mostrado recientemente una volatilidad muy pronunciada del IAPC general, derivada de las variaciones intermensuales de los precios de la energía. En cambio, la tasa de variación de tres meses anualizada del IAPC, excluidos los componentes más volátiles, es decir, la energía y los alimentos no elaborados, se ha mantenido prácticamente estable en los dos últimos años, aunque ha empezado a repuntar recientemente.

En el 2007, se espera que los efectos de base contribuyan nuevamente de forma significativa a la evolución de la inflación (véase gráfico C). El impacto más importante procederá de la evolución de los precios de la energía en el 2006, que tendrá, en general, una influencia favorable sobre la tasa de inflación de enero a julio del 2007. Por el contrario, en el segundo semestre del 2007 la tasa de variación interanual del IAPC se verá afectada por efectos de base desfavorables de los precios energéticos, que se dejarán sentir especialmente en septiembre y octubre. En promedio para el conjunto del año, los efectos de base de los componentes no energéticos serán relativamente débiles en el 2007. Sin embargo, en enero la tasa de inflación interanual medida por el IAPC podría elevarse, como resultado de los efectos de base combinados de los precios de los bienes industriales no energéticos (debido a las fuertes rebajas estacionales de enero del 2006 en el vestido y el calzado) y de los precios de los servicios

3 Esta tasa de variación puede interpretarse como la tasa de variación interanual que resultaría si el aumento de precio registrado en el último período de tres meses se mantuviese durante todo un año. Véase el recuadro titulado «Análisis de la evolución del IAPC sobre la base de datos desestacionalizados», en el Boletín Mensual de enero del 2001.

(debido, especialmente, a la evolución de los precios del transporte registrada un año antes). No obstante, el efecto de base total será favorable en enero, como consecuencia del mencionado fuerte impacto a la baja del efecto de base de la energía.

En general, de enero a noviembre del 2007, los efectos de base acumulados tendrán una repercusión casi neutral sobre la variación de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC. Los efectos de base totales deberían reducir la inflación medida por el IAPC en 0,4 puntos porcentuales entre enero y julio del 2007, aunque la elevarían en 0,5 puntos porcentuales entre agosto y noviembre del mismo año.

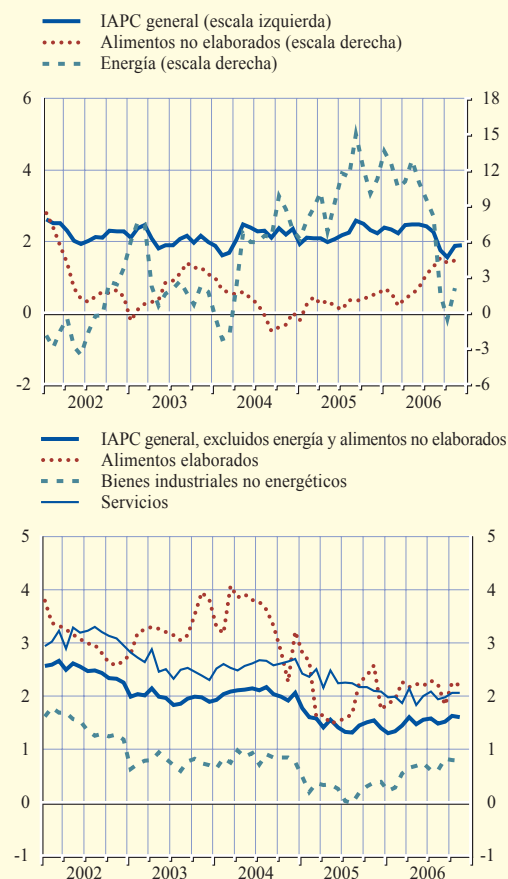
El análisis anterior no sólo muestra que los efectos de base han tenido un impacto significativo sobre las variaciones mensuales de las tasas de inflación interanual de la zona del euro en el 2006, sino que indica también que estos efectos contribuirán a configurar la evolución de las tasas de inflación en el 2007, ya que se espera que tengan una acusada incidencia al alza, especialmente hacia el final del año. A la hora de valorar la evolución de los precios y las presiones inflacionistas subyacentes en el transcurso del 2007, es preciso tener en cuenta la contribución de los efectos de base a las variaciones mensuales de la inflación interanual medida por el IAPC.

Tras descender ligeramente en octubre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados experimentó cierto repunte en noviembre, reflejo de la subida de los precios de las hortalizas. Sin embargo, pese a este impacto, la evolución a corto plazo indica que la presión sobre los precios de los alimentos no elaborados, originada por las condiciones meteorológicas adversas del verano, volvió a disminuir, como demuestra el descenso de la tasa de variación de tres meses anualizada (desestacionalizada).

Las tasas de variación interanual de los componentes menos volátiles del IAPC, es decir, los alimentos elaborados, los bienes industriales no energéticos y los servicios, permanecieron, en general, estables en noviembre del 2006. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó ligeramente, mientras que las correspondientes tasas de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios no experimentaron cambios. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo también sin cambios en el 1,6%. La evolución a corto plazo de esta tasa ha mostrado un leve aumento a lo largo de los últimos meses. En efecto, la tasa de variación de tres meses anualizada (desestacionalizada) se elevó desde el 1,5% de septiembre hasta el 1,9% de noviembre. Sin embargo, teniendo en cuenta la volatilidad de la evolución a corto plazo, sigue siendo válida la valoración general de

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

contención de las presiones internas sobre los precios y de transmisión relativamente limitada de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas a los precios de consumo.

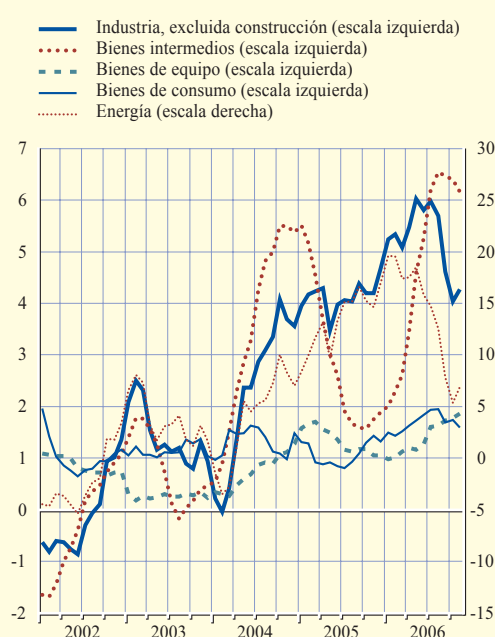
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó hasta el 4,3% en noviembre del 2006, desde el 4% de octubre (véase gráfico 18). Al igual que para la inflación medida por el IAPC, el aumento registrado en noviembre fue debido, en gran parte, a un efecto de base de los precios de la energía.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios volvió a disminuir ligeramente en noviembre, aunque siguió siendo muy alta. Sin embargo, la evolución a corto plazo de los precios de los bienes intermedios ha dado pruebas de desaceleración en los últimos meses, como resultado, posiblemente, del descenso de los precios del petróleo, de menores presiones alcistas sobre los precios de las materias primas industriales y de la apreciación del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se redujo también en noviembre, y parece que la tendencia gradualmente alcista originada por los efectos indirectos de las anteriores subidas de los precios de las materias primas observada desde mediados del 2005 se ha detenido en la actualidad. Por el contrario, prosiguió la tendencia al alza de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo, señal de que se está produciendo una transmisión gradual del aumento de los precios de los bienes intermedios. En general, la transmisión de los anteriores incrementos de los precios industriales de las materias primas es todavía limitada, y parece haber

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

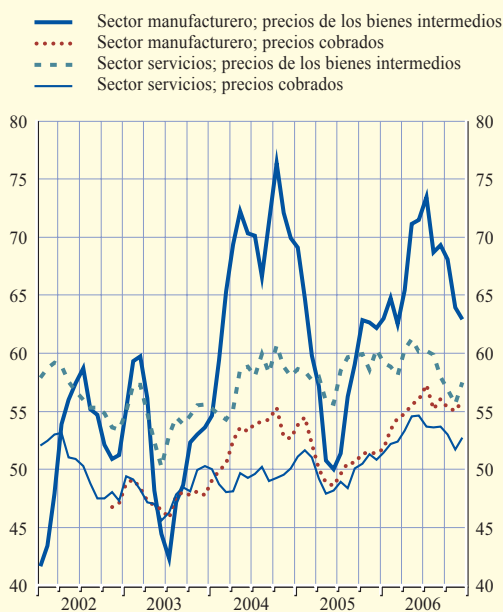
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

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.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los costes laborales totales por hora y de la productividad del trabajo se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

sido mitigada por el reciente descenso de los precios del petróleo y por la apreciación del euro. No obstante, siguen existiendo tensiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción, y estas tensiones podrían trasladarse a los consumidores, dependiendo especialmente de la demanda.

Los últimos datos disponibles de la encuesta a los directores de compras apuntan a un aumento de los precios de producción en los sectores de manufacturas y servicios en diciembre, pese a un nuevo descenso de los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que parece ser resultado de la disminución de los precios del petróleo observada en el segundo semestre del 2006 (véase gráfico 19). Aunque ha bajado en los últimos meses, este índice se mantiene todavía muy por encima de 50, lo que refleja la existencia de presiones inflacionistas. Los precios de los bienes intermedios en el sector servicios repuntaron en diciembre, tras haber registrado un fuerte descenso desde junio. Los indicadores de precios cobrados se elevaron en ambos sectores en diciembre, traduciendo la voluntad y capacidad de las empresas de trasladar los mayores costes de los bienes intermedios a sus clientes.

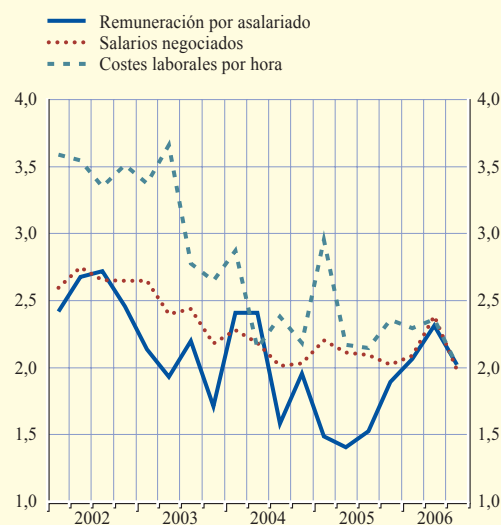
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los últimos datos obtenidos de los distintos indicadores de costes laborales sugieren un menor crecimiento salarial en el tercer trimestre del 2006, confirmando la valoración de que el crecimiento de los salarios observado en el segundo trimestre estuvo determinado, principalmente, por factores de carácter transitorio (véanse cuadro 6 y gráfico 20). En general, las presiones inflacionistas procedentes del mercado de trabajo fueron bastante moderadas.

Se dispone ahora de todos los indicadores de costes laborales hasta el tercer trimestre del 2006. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2% en el tercer trimestre del 2006, frente al 2,3% del segundo trimestre y al 2,1% del primer trimestre. La tasa de variación

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

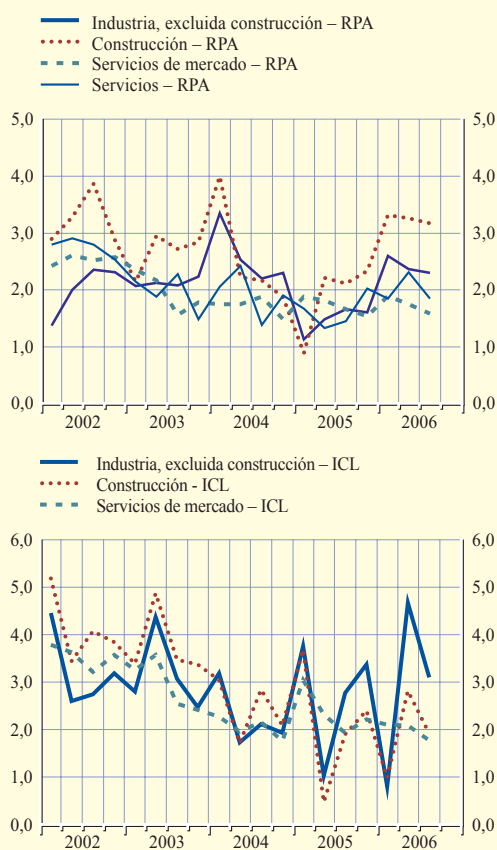


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los costes laborales por hora se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

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.

interanual de los costes laborales totales por hora en el sector de empresas no agrícolas disminuyó también hasta el 2% en el tercer trimestre, desde el 2,4% del trimestre anterior. Aunque se trate de la tasa de crecimiento más baja observada desde el tercer trimestre de 1998, cabe destacar que los datos tienden a mostrar cierta volatilidad. Si no se tiene en cuenta la volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora ha oscilado en torno al 2,25% durante más de dos años. Por otra parte, el crecimiento de los salarios negociados descendió también en el tercer trimestre, hasta el 2%, desde el 2,4% del trimestre anterior. Considerando que los tres indicadores de costes laborales apuntan a la moderación salarial en el tercer trimestre, se confirma la valoración anterior relativa al carácter transitorio de los factores (como algunos pagos extraordinarios) que afectaron al crecimiento de los salarios en el segundo trimestre.

Por lo que se refiere a la evolución de los costes laborales por sectores, en el tercer trimestre del 2006 el crecimiento de la remuneración por asalariado disminuyó en todos los sectores de la economía, especialmente en el sector servicios (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento de los costes laborales por hora se redujo en todos los sectores, observándose el mayor descenso en el sector industrial, aunque la tasa se mantuvo muy por encima de la registrada en la construcción y los servicios de mercado.

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado total estuvo acom-

pañado por un menor crecimiento de la productividad del trabajo. En consecuencia, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo estable en el 0,8% en el tercer trimestre, señalando la existencia de presiones inflacionistas moderadas procedentes de los mercados de trabajo, aunque, en última instancia, la mejora de la situación de esos mercados podría generar mayores presiones inflacionistas. Sin embargo, este panorama de crecimiento relativamente contenido de la remuneración por asalariado en la zona del euro oculta una evolución muy diferente en las distintas economías de la zona, y la moderada tasa media de crecimiento parece depender, en gran medida, del reducido crecimiento salarial registrado en algunos países. Las diferencias que presenta el crecimiento de los salarios en los distintos países de la zona del euro se reflejan también en las disparidades que se observan en el crecimiento de los costes laborales unitarios.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A comienzos del 2007, es probable que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se vea sometida al esperado impacto de la elevación del IVA alemán. En estos momentos, la información sobre

los efectos del citado aumento del IVA es escasa, y sólo se podrá realizar una valoración más precisa a medida que se vaya disponiendo de los próximos datos del IAPC. A corto plazo, el nivel exacto de la inflación medida por el IAPC dependerá también de la evolución de los precios del petróleo. Asimismo, influirán los efectos de base derivados de las anteriores acusadas fluctuaciones de los precios de la energía. En general, se espera que las tasas de inflación interanual oscilen en torno al 2% a lo largo de este año y del siguiente.

La evolución de los precios industriales sugiere que siguen existiendo presiones alcistas, que podrían transmitirse a los precios de consumo, dependiendo especialmente de la demanda. Las demás presiones internas, en particular las del mercado de trabajo, permanecen moderadas, y se espera que sólo crezcan gradualmente, y de forma limitada, si persiste la contención salarial.

Las perspectivas de inflación siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados con una transmisión mayor de lo previsto de los anteriores aumentos de los precios del petróleo a los precios de consumo, con nuevas subidas de los precios de la energía y con incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Sobre todo, a la luz de la favorable evolución del crecimiento y de las tensiones en el mercado de trabajo, los aumentos salariales podrían ser más elevados de lo previsto.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores de coyuntura publicados sugieren que la actividad económica mantuvo su solidez en el cuarto trimestre del 2006, tras el muy fuerte ritmo de expansión del primer semestre del año. Los indicadores para la industria procedentes de las encuestas continuaron situándose en niveles elevados, pese a haber descendido ligeramente en los últimos meses. Al mismo tiempo, la mejora de la confianza de los consumidores y la favorable evolución del mercado de trabajo sostienen actualmente el crecimiento del consumo. Se estima que la demanda interna ha impulsado el crecimiento económico de la zona del euro observado en torno a finales de año. Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas apuntan a la baja y están relacionados con una intensificación de las presiones proteccionistas, una posible corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo.

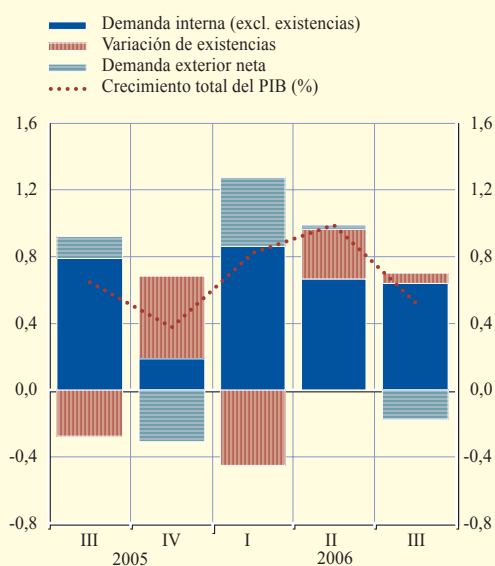
4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PRODUCTO Y DEMANDA

La segunda estimación de los datos de contabilidad nacional para el tercer trimestre del 2006 confirmó que el PIB real de la zona del euro registró un crecimiento intertrimestral del 0,5% en el tercer trimestre, tras la expansión intertrimestral del 1% observada en el segundo trimestre (véase gráfico 22). Si se compara con el año anterior, el crecimiento del PIB de la zona del euro fue del 2,7% en el tercer trimestre, ligeramente inferior al del segundo trimestre. El principal factor impulsor de la actividad económica en el tercer trimestre fue la demanda interna, excluidas las existencias, cuya contribución al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,6 puntos porcentuales. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa, tras haber sido nula en el segundo trimestre. La aportación de las existencias fue ligeramente positiva, pero menor que en el trimestre anterior.

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En cuanto al detalle del gasto, el crecimiento de la inversión continuó siendo vigoroso en el tercer trimestre del 2006, aunque fue inferior al crecimiento excepcionalmente elevado observado en el trimestre anterior. El crecimiento del consumo tanto privado como público aumentó considerablemente en el tercer trimestre, hasta alcanzar el 0,7% y el 0,6%, en tasa intertrimestral, respectivamente.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La composición de la actividad económica por sectores en el tercer trimestre del 2006 (de la que se informó en el Boletín Mensual de diciembre del 2006) apunta a un crecimiento generalizado en todos los sectores. El crecimiento del valor añadido en la industria, excluida la construcción, y en la construcción siguió aumentando en el tercer trimestre, aunque disminuyó ligeramente desde las elevadas tasas de crecimiento registradas en el segundo trimestre. El valor añadido en los servicios fue más moderado en el tercer trimestre.

La producción industrial, excluida la construcción, se redujo un 0,1% en octubre, tras haber caído un 1,1% en septiembre. En términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de la producción descendió de nuevo en octubre, hasta situarse en el 0,5%, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores (véase gráfico 23). En cuanto a los principales componentes, la tasa de crecimiento de los bienes de equipo y de los bienes intermedios, en términos de medias móviles de tres meses, disminuyó, aunque continuó siendo positiva, mientras que la de los bienes de consumo se mantuvo sin cambios y la del sector energético fue negativa.

Los nuevos pedidos industriales descendieron en octubre un 0,6% en términos intermensuales, tras la disminución del 1,4% observada en septiembre. En términos de medias móviles de tres meses, los nuevos pedidos industriales crecieron un 3,2% en el período que finalizó en octubre, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores, lo que sigue apuntando a una evolución favorable de la industria. Este aumento queda confirmado incluso después de excluir «otro material de transporte» —material naval, ferroviario y aeroespacial—, que es un componente especialmente volátil de los datos de nuevos pedidos.

En general, la evolución de octubre apunta a un crecimiento positivo de la industria a comienzos del cuarto trimestre, aunque a un ritmo inferior al registrado en el primer semestre del año. Desde una perspectiva de más largo plazo, las tasas de crecimiento de la producción industrial durante el 2006 no alcanzaron los niveles observados en anteriores períodos de expansión económica, como el comprendido entre los años 1999 y 2000. Los datos de la encuesta de la Comisión Europea sobre los límites a la producción industrial, en conjunción con otra información económica relevante, pueden explicar en cierta medida lo anterior. Si se compara con períodos de expansión anteriores, actualmente la escasez de equipo es el principal factor que limita la producción industrial en la zona del euro. Ello puede ser consecuencia del bajo nivel de inversión que se ha registrado durante algún tiempo en la zona. En el recuadro 4 se proporciona más información sobre la evolución de los límites a la producción industrial.

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. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

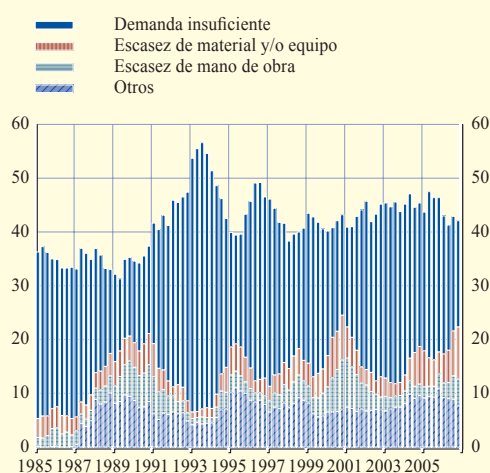
Recuadro 4

EVOLUCIÓN DE LOS DATOS DE LAS ENCUESTAS SOBRE LOS LÍMITES A LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El BCE realiza un seguimiento atento de los indicadores de actividad en los mercados de bienes, de equipo y de trabajo, dado que pueden ayudar a mejorar la valoración de la situación económica de la zona del euro. La encuesta trimestral del sector manufacturero de la Comisión Europea resulta de utilidad para este fin. Este recuadro se centra en la parte de la encuesta que recoge los factores que limitan la producción de las empresas. En él se muestra que estos indicadores se mueven de acuerdo con la situación de la zona del euro. Sin embargo, la solidez de esta relación puede verse afectada por cambios en la estructura productiva y variar de un ciclo económico a otro.

Gráfico A La evaluación de los límites a la producción

(en porcentaje del total de respuestas)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Junto con la respuesta «ninguno» (que no figura en el gráfico), las respuestas obtenidas suman el 100%. Por motivos técnicos, se excluye a Francia antes de 1992.

equipo» y «escasez de mano de obra»¹. Aunque la categoría «otros» no parece variar de forma significativa, el gráfico A muestra que la demanda insuficiente, la escasez de mano de obra y la escasez de materiales y/o equipo muestran un claro comportamiento cíclico y se mueven simultáneamente. Este hecho fue particularmente notorio en los períodos 1990-1991 y 1999-2001, y, más recientemente, desde mediados del 2005. En el gráfico A se demuestra que los indicadores por el lado de la oferta correspondientes a la escasez de mano de obra y de equipo pueden situarse en niveles cercanos a cero durante las fases de recesión económica. Por el contrario, durante las fases de expansión económica, como la actual, el indicador de «demanda insuficiente» puede alcanzar su mínimo a un nivel por encima de cero.

Preguntas de la encuesta sobre límites a la producción

Los indicadores de límites a la producción pueden obtenerse de la pregunta «¿cuáles son los principales factores que están limitando su producción?», incluida en la encuesta de la Comisión Europea. Los encuestados pueden elegir entre varias respuestas: «ninguno», «demanda insuficiente», «escasez de mano de obra», «escasez de materiales y/o de equipo», «restricciones financieras» y «otros». Las respuestas reflejan los límites a la producción por el lado de la demanda o por el lado de la oferta. Se presentan en porcentaje del total de respuestas, y así alcanzan el 100%.

En el gráfico A figuran las respuestas, agregadas para la zona del euro, obtenidas durante todo el período muestral. La fracción más importante de los encuestados responde habitualmente que no existen límites a la producción, pero esta respuesta no se incluye en el gráfico. Esta respuesta va seguida de «demanda insuficiente», «escasez de

¹ «Los factores financieros» se introdujeron como otra respuesta posible en el 2002. Dado que el análisis comienza antes de esa fecha, la categoría «otros» se redefine con el fin de incluir la respuesta de «factores financieros» en el período muestral completo.

Gráfico B Indicador de demanda insuficiente y producción industrial, excluida la construcción

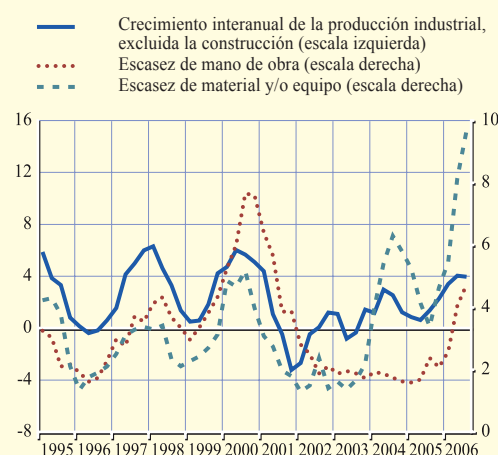
(tasas de variación interanual, en porcentaje)



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.
 Nota: El indicador de demanda insuficiente se expresa en porcentaje de todas las respuestas de los encuestados acerca de los impedimentos a la producción. Se presenta invertida, para que un aumento indique mayores presiones sobre la demanda. Este indicador y otras respuestas de la encuesta sobre límites a la producción (que no figuran en el gráfico) suman el 100%.

Gráfico C Indicadores de límites a la producción y producción industrial, excluida la construcción

(tasas de variación interanual, en porcentaje)



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.
 Nota: Los indicadores se expresan en porcentaje de todas las respuestas de los encuestados acerca de los impedimentos a la producción. Estos indicadores y las otras respuestas de la encuesta sobre límites a la producción (que no figuran en el gráfico) suman el 100%.

Límites a la producción en la recuperación actual

Considerando las tendencias más recientes, el gráfico B muestra el indicador de demanda insuficiente junto con el crecimiento de la producción industrial, excluida la construcción. Por conveniencia, se ha invertido la escala del indicador de demanda, con el fin de poder traducir una mejora de la situación económica en un aumento en las dos series que figuran en el gráfico. Las series muestran una relación bastante estrecha. Parece que, últimamente, la escasez de demanda ha pasado a ser un motivo de preocupación menos importante, pues la demanda insuficiente ha disminuido prácticamente en línea con el fortalecimiento de la actividad económica.

El gráfico C presenta los indicadores de escasez de mano de obra y de materiales y/o equipo. Sus elevados valores están en consonancia con una recuperación de la actividad en el sector manufacturero. Ambas series muestran fluctuaciones de carácter cíclico, haciéndose más evidente la escasez, tanto de mano de obra como de materiales y/o equipo, a medida que mejora la evolución económica. No obstante, el gráfico C también muestra que la manera en que reaccionan estos indicadores puede variar de un ciclo económico a otro: ambos parecen comportarse de forma diferente si se compara la actualidad con el pasado. En particular, el indicador de escasez de equipo parece haber sido más prominente en el 2006 que en el período 1999-2001, y actualmente supera el nivel observado a mediados del 2000, cuando la anterior expansión económica alcanzó su máximo (mientras que el crecimiento actual de la producción industrial, excluida la construcción sigue siendo más baja, y ha sido considerablemente más reducido en los últimos años que a finales de la década de los noventa). El creciente aumento observado en el 2006 en el indicador de escasez de equipo puede deberse a que el crecimiento de la inversión real, que alcanzó niveles cercanos al 6% antes del máximo cíclico registrado en el 2000, fue mucho más moderado en los últimos años, pasando de una tasa ligeramente inferior al 2% en el 2003 a cerca del 3% en el 2005, y situándose actualmente en torno al 4%. Así pues, el reducido nivel de inversión que se ha observado durante algún tiempo y la mayor

depreciación económica del equipo existente podrían explicar en cierta medida la escasez de bienes intermedios y equipo.

La escasez de mano de obra ha aumentado recientemente, aunque menos que en el período 1999-2001. Este indicador sólo comenzó a incrementarse de forma significativa en la segunda mitad del 2005, y actualmente se encuentra próximo al nivel de septiembre de 1999. Las reformas estructurales han tenido que ver en esta evolución, al hacer posible un crecimiento más vigoroso de la mano de obra y contribuir en los últimos años a un descenso de la tasa de paro estructural de la zona del euro². Por otra parte, el hecho de que la creciente demanda de mano de obra pudiera cubrirse inicialmente con un incremento de las horas trabajadas podría explicar por qué se ha mencionado la escasez de mano de obra en menos ocasiones que en anteriores fases de expansión económica.

Conclusión

Los tres indicadores de los límites a la producción que se han analizado en este recuadro han señalado un fortalecimiento de la actividad en el sector manufacturero de la zona del euro desde mediados del 2005. Mientras que el nivel de demanda declarado se encuentra en la actualidad prácticamente en línea con la mejora observada en la actividad manufacturera, la tensión en el mercado de trabajo es menor, y la escasez de equipo, mucho mayor que durante la expansión que se produjo en el período 1999-2001. Es preciso evaluar la solidez de estos indicadores como prueba de las restricciones de la capacidad productiva en conjunción con otra información, pero juntos apuntan a unas perspectivas económicas generalmente favorables. En particular, el indicador relativo a la escasez de equipo podría sugerir un panorama bastante positivo de las tendencias de inversión en el siguiente período, mientras que el nivel aún relativamente bajo de la escasez de mano de obra que se menciona en las respuestas podría ser coherente con un escenario de presiones salariales moderadas.

2 Véanse los recuadros titulados «Evolución reciente de las horas totales trabajadas en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2006, y «Una perspectiva de más largo plazo del desempleo estructural en la zona del euro», del Boletín Mensual de agosto del 2005.

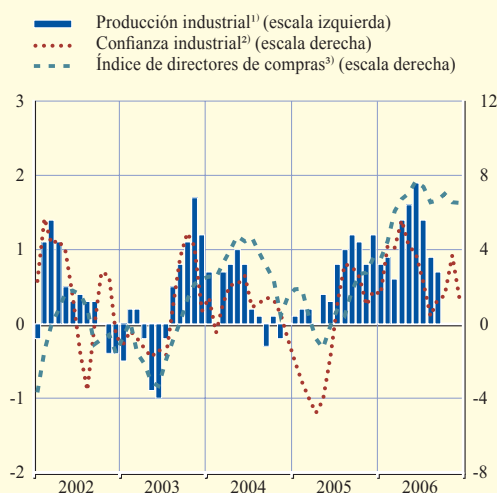
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

En diciembre, los datos de las encuestas relativos a la actividad en la industria continuaron siendo positivos. El índice de directores de compras de las manufacturas de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios, pasando de 56,6 en noviembre a 56,5 en diciembre. Aunque el nivel observado en el cuarto trimestre en su conjunto fue ligeramente inferior al del tercer trimestre, la evolución reciente indica una cierta estabilización del índice en niveles relativamente elevados

Según los datos de la encuesta de la Comisión Europea, la confianza industrial no experimentó cambios en diciembre y se mantuvo en el nivel más alto observado desde el inicio de la serie en enero de 1985. Tanto la valoración de los niveles de la cartera de pedidos como la valoración de las existencias de productos terminados contribuyeron positivamente a la confianza industrial. No obstante, la valoración de la producción en los meses venideros descendió en diciembre, aunque se mantuvo muy por encima de su media durante el período 1985-2006. Se registraron aumentos en la confianza del sector de bienes de consumo, mientras que descendió en el de bienes de equipo. El indicador de confianza industrial mostró un incremento en el cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico 24), que reflejó principalmente mejoras en la valoración de la cartera de pedidos y de la producción y, en menor medida, de las existencias.

Gráfico 24 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

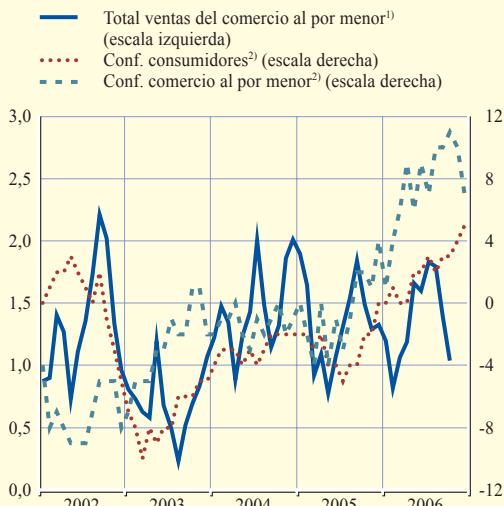
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.
 Nota: Los datos de la producción industrial se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.
 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.
 Nota: Los datos del total de ventas del comercio al por menor se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.
 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 cuanto a los servicios, tanto el indicador de actividad comercial del índice de directores de compras como el indicador de confianza de la Comisión Europea continuaron mostrando un crecimiento sostenido en esta rama de actividad en diciembre. Si se comparan con el mes anterior, los indicadores de la encuesta correspondientes a los servicios descendieron ligeramente en diciembre. En comparación con el trimestre anterior, el indicador de confianza de la Comisión Europea se incrementó en el cuarto trimestre del 2006, mientras que el índice de directores de compras de los servicios siguió descendiendo.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

En el tercer trimestre, el consumo privado avanzó a una tasa intertrimestral del 0,6%, frente al 0,3% del segundo trimestre, como consecuencia de una mayor contribución de las ventas del comercio no minorista. El volumen de las ventas del comercio al por menor creció un 0,5%, en tasa intermensual, en noviembre del 2006, tras un aumento del 0,1% en octubre. Esto significa que la media móvil de tres meses de las ventas del comercio al por menor creció sólo un 0,1% en el período transcurrido hasta noviembre, con respecto a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Las matriculaciones de automóviles se incrementaron considerablemente en noviembre, un 2,4%, tras el descenso del 1,3% observado en octubre.

La confianza de los consumidores volvió a aumentar en el cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico 25). Este aumento es atribuible a la mejora de la valoración relativa a la situación económica general futura y al desempleo, mientras que las expectativas disminuyeron y la valoración de la situación financiera esperada se mantuvo estable.

En general, los datos más recientes sobre las ventas del comercio al por menor, junto con las matriculaciones de automóviles y los datos de las encuestas sobre confianza de los consumidores, proporcionan señales positivas acerca del consumo privado en el cuarto trimestre del 2006.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

La última información disponible confirma la mejora sostenida de los mercados de trabajo de la zona del euro durante el año 2006. En particular, el crecimiento del empleo mantuvo su solidez en el tercer trimestre, y la tasa de paro normalizada se estabilizó en noviembre en el valor más bajo de los últimos diez años. Las expectativas de empleo volvieron a mejorar en el cuarto trimestre, respaldando el panorama de crecimiento sostenido del empleo en el corto plazo.

DESEMPLEO

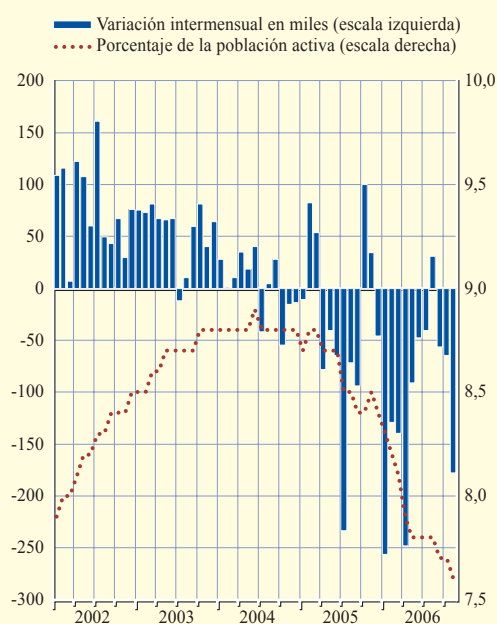
La tasa de paro normalizada de la zona del euro se situó en el 7,6% en noviembre del 2006, la tasa más baja registrada desde el comienzo de la serie en 1993 (véase gráfico 26). El número de parados en la zona se redujo aproximadamente en 100.000 personas en noviembre, tras un descenso de 45.000 en octubre y una caída aún mayor, cercana a las 100.000 personas, en septiembre. Según los datos más recientes, el desempleo ha disminuido en todos los meses del 2006 para los que se dispone de datos, salvo en agosto. Sin embargo, en los últimos meses la reducción del desempleo ha proseguido a un ritmo más lento que en el período comprendido entre enero y abril del 2006.

EMPLEO

Según Eurostat, el crecimiento intertrimestral del empleo fue del 0,4% en el tercer trimestre del 2006, sin cambios respecto al segundo trimestre (véase cuadro 7). El detalle del empleo por sectores que aporta la segunda estimación de la contabilidad nacional de la zona del euro muestra que el crecimiento del empleo fue intenso en los servicios (0,5%) y en la construcción (0,8%), mientras que descendió ligeramente en la industria, excluida la construcción

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovenia.

(-0,1%). El empleo en el sector de los servicios financieros y empresariales volvió a registrar el mayor crecimiento (1,1%). La productividad del trabajo se moderó en el tercer trimestre, hasta situarse en el 1,2% en tasa interanual, frente al 1,5% del segundo trimestre.

En el cuarto trimestre, las expectativas de creación de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras aumentaron tanto en la industria como en los servicios. Las expectativas de empleo siguen situándose en niveles elevados, en consonancia con la valoración de que las condiciones del mercado de trabajo de la zona del euro están mejorando en línea con el fortalecimiento de la actividad económica.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La evidencia reciente procedente de diversas encuestas de confianza y estimaciones basadas en indicadores apoyan la valoración de que ha continuado el sólido crecimiento económico y que la situación en los mercados de trabajo ha seguido mejorando, aunque pueda observarse cierta volatilidad en las tasas de crecimiento intertrimestrales. El crecimiento mundial es vigoroso y sustenta las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, la confianza de los consumidores apunta a un nuevo fortalecimiento de la expansión del consumo acorde con las mejoras acaecidas en los mercados de trabajo. Además, el mantenimiento de una confianza empresarial de signo positivo indica que las perspectivas a corto plazo de la inversión son muy buenas. Se considera que los riesgos para estas perspectivas tan favorables apuntan a la baja, y los principales están relacionados con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, la preocupación por las posibles perturbaciones debidas a los desequilibrios mundiales y la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se ha apreciado en términos efectivos nominales en los tres últimos meses y se ha fortalecido frente a la mayoría de las principales monedas mundiales. Este fortalecimiento se ha compensado, en parte, con una depreciación frente a las monedas de los nuevos Estados miembros más grandes de la UE y con un debilitamiento menos acusado frente a la libra esterlina.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

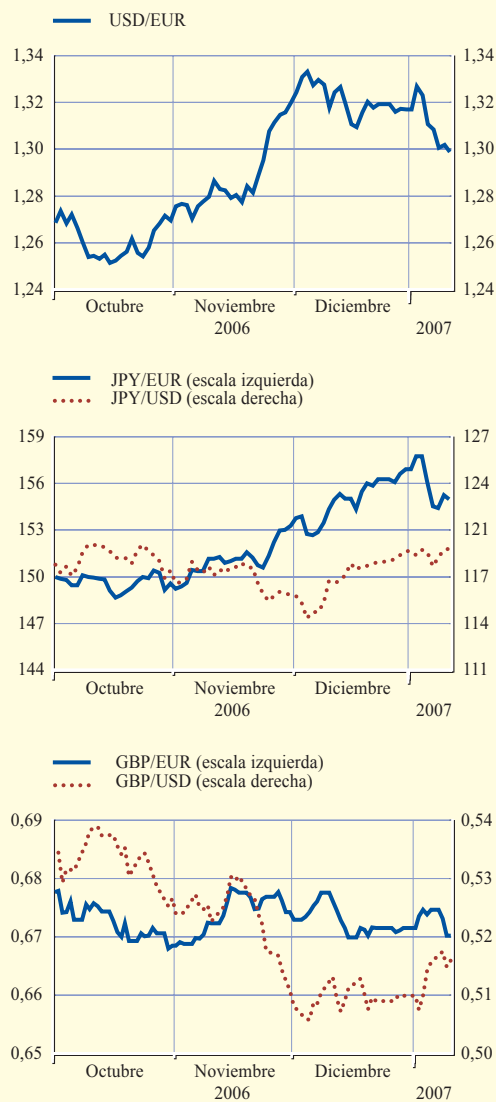
En los tres últimos meses del 2006, el euro se apreció en términos bilaterales nominales frente al dólar estadounidense (véase gráfico 27). Tras una ligera apreciación en octubre, el euro comenzó a fortalecerse rápidamente en noviembre, alcanzando niveles registrados por última vez a finales del 2004. La apreciación continuó en diciembre y, a partir de entonces, la moneda única volvió a situarse en niveles próximos a los observados en torno a mediados de noviembre. La debilidad del dólar en noviembre podría tener relación con las reacciones de los participantes en los mercados ante la evidente moderación de la actividad económica en Estados Unidos, al tiempo que la zona del euro continuaba registrando un robusto crecimiento económico. Sin embargo, en diciembre y en los primeros días de enero, la aparición de señales más positivas sobre las perspectivas económicas de Estados Unidos podría haber propiciado una actitud más favorable de los mercados hacia la moneda estadounidense. El 10 de enero de 2007, el euro cotizaba a 1,30 dólares, es decir, un 2,6% por encima del nivel de finales de septiembre y un 3,4% por encima de la media del 2006.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras mantenerse en general estable en octubre, el euro se apreció frente al yen japonés en noviembre y diciembre. La reciente debilidad de la moneda japonesa podría deberse a las expectativas de los participantes en el mercado respecto al curso que seguirá la política monetaria japonesa en un futuro próximo. La caída del yen en el cuarto trimestre del 2006 fue coherente con las expectativas de los mercados a corto plazo que se infieren de la evolución de las opciones en divisas. A lo largo del 2006, estos instrumentos habían evidenciado las expectativas de una

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

progresiva apreciación del yen, pero, desde octubre, sus precios han tendido a revertir hacia niveles coherentes con las expectativas a corto plazo de una estabilidad generalizada de la moneda japonesa frente al euro en torno a los niveles observados a finales del 2006. El 10 de enero de 2007, el euro cotizaba a 155 yenes, ligeramente por debajo del máximo de 157,8 yenes alcanzado el 2 de enero de 2007. Este valor es un 3,8% superior al nivel registrado a finales de septiembre y alrededor de un 6% más alto que la media del 2006 (véase gráfico 27).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de septiembre del 2006, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 28). La corona eslovaca se apreció de forma sostenida en los tres últimos meses del 2006, tras un breve período de debilidad observado en julio, y, el 10 de enero de 2007, cotizaba un 10% por encima de su paridad central en el MTC II. El Národná banka Slovenska intervino en la última semana de diciembre para limitar la apreciación de la moneda. Desde entonces, la corona eslovaca parece haberse estabilizado frente al euro. Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros más grandes de la UE, el euro se ha depreciado desde finales de septiembre frente al zloty polaco (un 1,7%), la corona checa (un 2,1%), el nuevo leu rumano (un 3,5%) y el forint húngaro (un 6%). Por lo que se refiere a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció frente a la libra esterlina —en torno a un punto porcentual, cotizando el 10 de enero de 2007 a 0,67 libras, es decir, alrededor de un 1,5% por debajo de la media del 2006— y se debilitó casi un 1,5% frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

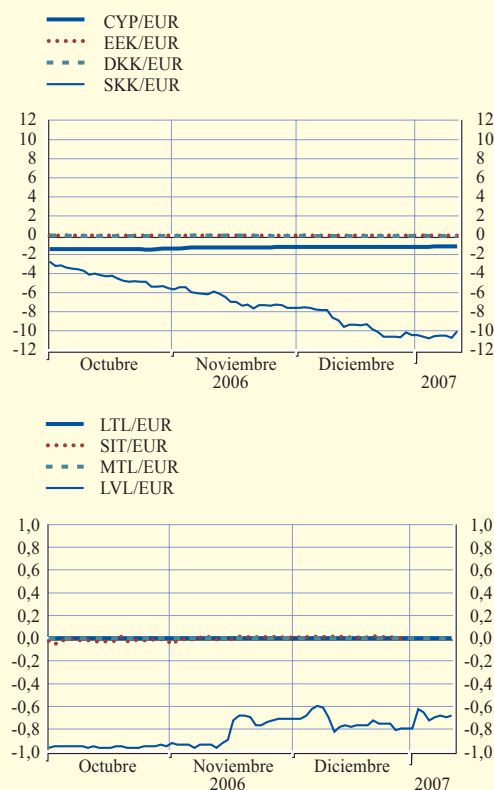
Entre finales de septiembre del 2006 y el 10 de enero de 2007, el euro se apreció frente a la mayoría de las principales monedas mundiales. La apreciación fue de alrededor del 8% frente al dólar canadiense, de casi un 1,5% frente al renminbi chino y el franco suizo, y de algo menos del 1% frente a la corona noruega.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como resultado de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales del euro, el 10 de enero de 2007 el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba en torno a un 0,7% por encima del nivel de

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 $\pm 15\%$.

finales de septiembre y un 1,5% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 29). Desde el inicio del 2007, el índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a 24, y no frente a 23, de los socios comerciales más importantes, entre los que se cuentan ahora Bulgaria y Rumanía, que se adhirieron a la UE el 1 de enero de este año, pero no Eslovenia, que adoptó el euro en esa misma fecha. A principios de enero del 2007, el nuevo índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba en torno a 105,5, manteniéndose así, en general, dentro del rango de valores observado en los últimos años.

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos indican que la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta octubre del 2006 registró un déficit de alrededor del 0,3% del PIB, lo que representa un cambio de signo con respecto al superávit contabilizado un año antes. Dicho cambio obedece, principalmente, a una caída del superávit de la balanza de bienes, resultante de la subida de los precios de importación del petróleo y de otras materias primas. Al mismo tiempo, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios registraron, en términos nominales, un sólido crecimiento en los tres meses transcurridos hasta octubre. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 2,4 mm de euros en el periodo de doce meses que finalizó en octubre del 2006, en comparación con unas entradas netas de 34 mm de euros un año antes; la disminución se debió, en parte, a un cambio de signo de los flujos de valores distintos de acciones.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

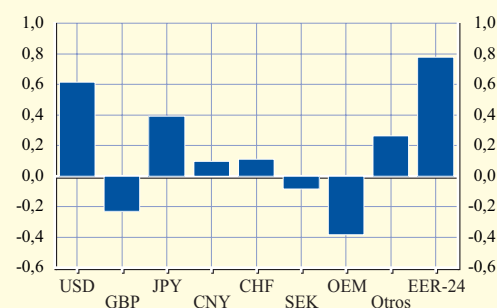
Los datos más recientes de balanza de pagos muestran que las exportaciones y las importaciones mantienen su robusta tendencia al alza. En octubre del 2006, la media móvil de tres meses de las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios creció un 2,8% y un 3,4%, respectivamente, lo que indica una aceleración del crecimiento con respecto al anterior periodo de tres meses que finalizó en julio (véase cuadro 8). El repunte de los flujos comerciales se debió, fundamentalmente, al sólido crecimiento del comercio de bienes, ya que tanto las exportaciones como las importaciones aumentaron, en términos nominales, un 3,8% y un 3,7%, respectivamente. Al mismo tiempo, el comercio de servicios siguió siendo algo menos vigoroso en términos nominales, registrándose un descenso de las exportaciones del 0,5% y un aumento de las importaciones del 2,3%.

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

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 29 de septiembre de 2006 al 10 de enero de 2007
(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-24 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-24 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2006 Sep	2006 Oct	2006 Ene	2006 Abr	2006 Jul	2006 Oct	2005 Oct	2006 Oct
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	1,1	-0,0	-2,7	-2,5	-1,3	-1,0	14,2	-22,6
Bienes	2,4	2,7	1,6	1,8	1,1	1,3	56,9	17,1
Exportaciones	120,4	119,6	108,0	112,6	114,3	118,6	1,196,6	1,360,7
Importaciones	118,1	116,9	106,5	110,9	113,2	117,4	1,139,7	1,343,6
Servicios	2,8	2,0	3,7	3,3	3,1	2,1	31,9	36,5
Exportaciones	35,5	35,4	35,0	35,3	35,5	35,3	390,1	423,5
Importaciones	32,7	33,3	31,3	32,0	32,5	33,2	358,2	386,9
Rentas	2,7	3,1	-1,9	-1,7	-0,5	2,5	-10,6	-4,9
Transferencias corrientes	-6,8	-7,8	-6,1	-5,9	-5,0	-6,9	-64,0	-71,3
Cuenta financiera¹⁾	39,7	-0,2	-10,7	31,3	12,8	10,4	81,5	131,6
Total inversiones directas y de cartera netas	15,3	10,4	-36,5	10,9	25,4	1,0	34,0	2,4
Inversiones directas netas	-21,2	-12,8	-8,8	-6,8	-10,0	-13,9	-186,9	-118,3
Inversiones de cartera netas	36,6	23,2	-27,7	17,8	35,3	14,9	221,0	120,8
Acciones y participaciones	20,4	10,2	2,1	7,0	35,3	6,2	179,9	151,4
Valores distintos de acciones	16,2	13,0	-29,8	10,8	0,0	8,8	41,1	-30,7
Bonos y obligaciones	10,9	8,8	-19,9	11,4	14,5	3,7	2,5	28,9
Instrumentos del mercado monetario	5,3	4,2	-9,9	-0,6	-14,5	5,1	38,6	-59,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	3,2	-0,6	3,3	3,5	1,2	2,8	8,0	12,4
Importaciones	-0,1	-0,4	2,8	3,7	1,9	3,4	12,6	15,5
Bienes								
Exportaciones	3,9	-0,7	3,7	4,2	1,5	3,8	7,9	13,7
Importaciones	0,7	-1,0	3,6	4,1	2,1	3,7	13,7	17,9
Servicios								
Exportaciones	0,7	-0,3	2,1	1,0	0,6	-0,5	8,4	8,6
Importaciones	-2,8	1,9	-0,0	2,4	1,3	2,3	8,9	8,0

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

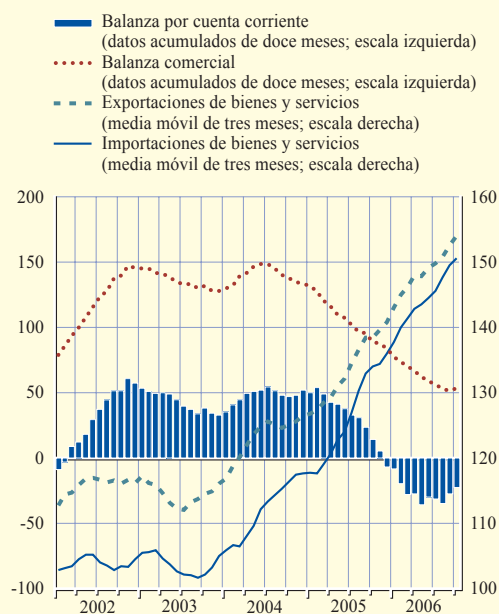
1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta septiembre del 2006, muestra que las exportaciones en términos reales crecieron en torno a un 2% en el tercer trimestre y representaron la mayor parte del crecimiento de las exportaciones nominales durante el mismo período, mientras que los precios de exportación sólo registraron un ligero aumento. En particular, las exportaciones reales registraron un incremento muy acusado en septiembre, en gran medida como resultado de las exportaciones alemanas. El vigor de las exportaciones reales en el tercer trimestre parece atribuible al dinamismo de la demanda exterior durante el mismo período, destacando especialmente el sólido crecimiento de las exportaciones a China, Suiza y los nuevos Estados miembros de la UE.

Por lo que se refiere a las importaciones, el crecimiento en términos reales fue vigoroso en el tercer trimestre (alrededor del 2,5%), lo que explica, en su mayor parte, el reciente incremento de las importaciones nominales, ya que los precios de las importaciones crecieron menos del 1% durante el mismo trimestre. Las importaciones reales parecen haber estado respaldadas por el sólido crecimiento sostenido de la demanda interna en la zona del euro, mientras que los efectos retardados de la apreciación del euro desde el comienzo del año también podrían haber estimulado las impor-

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

consecuencia, en gran medida, de la subida de los precios de importación del petróleo y de otras materias primas. (Véase gráfico 30).

CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta octubre del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 1,0 mm de euros, como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera (14,9 mm de euros), que compensaron con creces las salidas netas de inversiones directas (13,9 mm de euros). Las inversiones de cartera registraron entradas netas, tanto de acciones y participaciones como de valores distintos de acciones (véase cuadro 8).

En el período de doce meses que finalizó en octubre del 2006, las entradas netas acumuladas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 2,4 mm de euros, frente a una entrada neta de 34 mm de euros un año antes. Esta evolución fue resultado de unas entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones por importe de 151,4 mm de euros, que casi se compensaron con unas salidas netas tanto de inversiones directas (118,3 mm de euros) como de valores distintos de acciones (30,7 mm de euros) (véase gráfico 31).

El descenso de las entradas netas acumuladas de doce meses en el agregado de inversiones directas y de cartera con respecto al año anterior fue resultado, principalmente, de un cambio de signo (de entradas netas a salidas netas) de los valores distintos de acciones, cambio que se debió al hecho de que los instrumentos del mercado monetario registraran salidas netas de 59,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta octubre del 2006, tras contabilizar entradas netas

taciones. En cuanto a la composición por productos, las importaciones reales de bienes intermedios registraron el crecimiento más sólido del tercer trimestre, lo que podría indicar que la vigorosa actividad exportadora, combinada con el alto contenido en productos importados de las exportaciones, también podría estar impulsando las importaciones. Al mismo tiempo, el moderado crecimiento de los precios de importación en el tercer trimestre parece deberse, en parte, al impacto retardado de la apreciación del euro, así como al significativo descenso de los precios del petróleo.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit de 22,6 mm de euros (0,3% del PIB) en octubre del 2006, contabilizándose déficit en las balanzas de rentas y transferencias corrientes que compensaron los superávit obtenidos en las balanzas de bienes y servicios. El cambio de signo de la balanza por cuenta corriente con respecto al superávit de 14,2 mm de euros registrado un año antes se debió, principalmente, a una caída del superávit de bienes de 39,8 mm de euros, como

de 38,6 mm de euros en el año anterior. Por su parte, las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones continuaron registrando abultadas entradas netas en cifras acumuladas de doce meses, en consonancia con la favorable evolución de los rendimientos de los valores de renta variable de la zona del euro. La solidez de la demanda exterior de este tipo de valores podría indicar también que los inversores extranjeros han sustituido parte de sus inversiones en la zona, en valores de renta fija por valores de renta variable.

Los datos recientemente publicados indican que la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo registraba pasivos netos por valor de 811 mm de euros (equivalentes al 10,1% del PIB) a finales del 2005. En el recuadro 5 se describe en mayor detalle la evolución de dicha posición.

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.

Recuadro 5

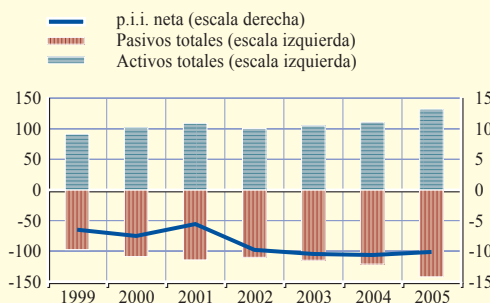
EXPLICACIÓN DE LOS CAMBIOS RECIENTES EN LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA DE LA ZONA DEL EURO

A finales del 2005, la posición de inversión internacional neta de la zona del euro registraba pasivos netos equivalentes al 10,1% del PIB, como consecuencia de un incremento de la posición deudora neta de 3,6 puntos porcentuales en comparación con las cifras de finales de 1999 (véase gráfico A). A continuación, se describen los principales factores determinantes de la evolución de la posición de inversión internacional y se demuestra que el incremento de la posición internacional deudora neta de la zona del euro durante el período comprendido entre 1999 y el 2005 tuvo, en gran medida, su origen en los efectos de revalorización resultantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio.

De conformidad con las normas estadísticas, la posición de inversión internacional se valora sobre la base de los precios de mercado de los activos y de los tipos de cambio vigentes al final de cada período.

Gráfico A Posición de inversión internacional neta de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

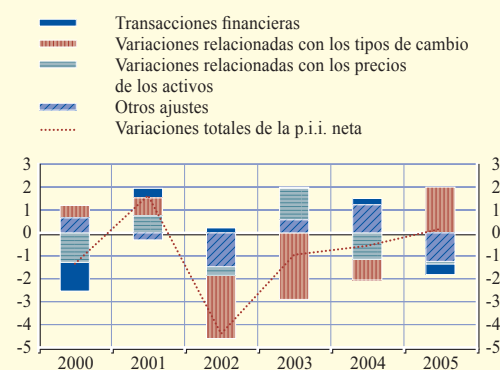


Fuente: BCE.

Nota: Los datos corresponden a los saldos vivos a final de año.

Gráfico B Detalle de las variaciones de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

2000 hasta el 2005, detalladas según sus diversos componentes: transacciones financieras en la balanza de pagos, variaciones relacionadas con los tipos de cambio y los precios de los activos (efectos de revalorización) y variaciones debidas a «otros ajustes»².

Más de la mitad del incremento total de la posición deudora neta de la zona del euro entre finales de 1999 y finales del 2005 es atribuible a revalorizaciones como consecuencia de efectos del tipo de cambio (es decir, de la apreciación del euro), mientras que el resto corresponde a transacciones financieras, variaciones de los precios de los activos y «otros ajustes».

Como ocurre en muchas economías industrializadas, los activos frente al exterior de la zona del euro están denominados, en su mayoría, en monedas extranjeras, mientras que los pasivos frente al exterior lo están en la moneda nacional (es decir, en euros). Como consecuencia, la revalorización de los activos exteriores es relativamente más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. Así pues, una apreciación del euro reduce el valor (en euros) de los activos exteriores más que el de los pasivos exteriores y da lugar a un incremento de los pasivos netos. Por consiguiente, los incrementos de los pasivos netos de la zona del euro atribuibles a revalorizaciones del tipo de cambio se produjeron, en su mayoría, en los años 2002-2003, como resultado de la apreciación del tipo de cambio efectivo de la moneda única durante ese período (véase gráfico B).

Las revalorizaciones derivadas de variaciones de los precios de los activos también contribuyeron al incremento de la posición deudora neta de la zona del euro entre los años 1999 y 2005. Sin embargo, las revalorizaciones acumuladas netas de los precios de los activos fueron relativamente pequeñas, lo que podría reflejar movimientos ampliamente sincronizados de los índices de precios de los activos y pasivos frente al exterior, así como una composición bastante similar de los activos y los pasivos exteriores de la zona del euro en lo que a tipos de instrumentos se refiere (es decir, acciones y participaciones, valores distintos de acciones y otras categorías de inversiones). Por último, las transacciones financieras de la balanza de pagos registraron, en general, niveles relativamente cercanos al equilibrio y apenas afectaron a la posición de inversión internacional neta de la zona del euro durante el período de referencia.

1 En la práctica, la balanza de pagos se cuadra por medio de la partida errores y omisiones netos.
2 Obsérvese que la partida «otros ajustes» se ha obtenido como un residuo tras un procedimiento de estimación.

Por consiguiente, la evolución de la posición de inversión internacional se explica en función de las revalorizaciones derivadas de las variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos, como las cotizaciones bursátiles y el precio de los bonos, además de las transacciones financieras. En la balanza de pagos, estas transacciones financieras netas son la contrapartida de los movimientos de la cuenta corriente y de la cuenta de capital¹. Por ejemplo, a efectos de la posición de inversión internacional, un superávit por cuenta corriente corresponde a transacciones financieras netas que reducen (incrementan) una posición exterior deudora (acreedora).

En el gráfico B se presenta la evolución de las variaciones interanuales de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro desde el año

ARTÍCULOS

LA UE AMPLIADA Y LAS ECONOMÍAS DE LA ZONA DEL EURO



El 1 de enero de 2007, Bulgaria y Rumanía se incorporaron a la Unión Europea, que ahora está constituida por 27 Estados miembros. Ese mismo día, Eslovenia adoptó el euro, lo que eleva de 12 a 13 el número de países pertenecientes a la zona del euro. Dado que el peso económico de estos nuevos países miembros es relativamente reducido en comparación con el grupo de países al que se unen, en términos estadísticos, las características macroeconómicas de la UE y de las economías de la zona del euro no varían de manera significativa como consecuencia de esta ampliación. Aun así, abre nuevas oportunidades para el comercio y la inversión, tanto para los antiguos como para los nuevos Estados miembros. No obstante, para aprovechar totalmente estas oportunidades, es importante que el Mercado Único para la libre circulación de bienes, servicios, capital y trabajo esté plenamente implantado en los 27 Estados miembros.

Para Eslovenia, la adopción del euro supone que los beneficios del Mercado Único se vean potenciados por la moneda única, que ofrece un marco creíble para la política monetaria y la estabilidad de precios, en un entorno caracterizado por la ausencia de incertidumbre acerca del tipo de cambio en la zona del euro. Para beneficiarse plenamente de las ventajas del euro y permitir que los mecanismos de ajuste funcionen de manera eficiente en la zona del euro ampliada, es necesario suprimir las barreras que aún subsisten entre Eslovenia y el resto de la zona del euro en cuanto sea posible, incluidas las relacionadas con la movilidad laboral.

I INTRODUCCIÓN

Tras varios años de extensos preparativos, el 1 de enero de 2007 Bulgaria y Rumanía se incorporaron a la UE. La adhesión de estos dos países eleva a 27 el número de Estados miembros e incrementa la población en casi 30 millones de personas. Al mismo tiempo, Eslovenia es el primer país de los que ingresaron en la UE en mayo del 2004 que adopta el euro, lo que aumenta de 12 a 13 el número de países miembros de la zona. Este artículo se centra, en primer lugar, en los aspectos económicos de la ampliación mediante el análisis de algunas de las principales características económicas de Bulgaria y Rumanía y de la UE ampliada. A continuación se consideran las características fundamentales de Eslovenia y de la zona del euro ampliada, y se revisa brevemente la culminación del proceso de convergencia de este país con la zona del euro durante el segundo semestre del 2006.

2 LA AMPLIACIÓN DE LA UE

La adhesión de Bulgaria y Rumanía constituye la segunda ampliación de la UE para incluir a países de Europa central y oriental tras la de mayo del 2004, en la que se incorporaron ocho países de esta región junto con Chipre y Malta¹. Las negociaciones de adhesión con Bulgaria y Rumanía

concluyeron en diciembre del 2004, y el Tratado de Adhesión se firmó en abril del 2005. En septiembre del 2006, la Comisión Europea anunció que, a la vista de los avances realizados, en términos generales, en ambos países, Bulgaria y Rumanía deberían estar preparados para incorporarse el 1 de enero de 2007, siempre que se abordaran algunos temas pendientes en ámbitos como la reforma judicial y la lucha contra la corrupción y la delincuencia organizada.

La última ampliación no modifica sustancialmente las principales características de la economía de la UE, ya que el peso económico de los nuevos Estados miembros es relativamente reducido. Al mismo tiempo, la diversidad económica dentro de la UE se acentúa más, debido a que, en muchos aspectos, las características institucionales y estructurales de los nuevos Estados miembros todavía difieren de las del resto de Estados. En el cuadro 1 figuran algunos de los principales indicadores macroeconómicos de la UE ampliada.

POBLACIÓN Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

La última ampliación ha aumentado en aproximadamente un 6% la población de la UE, hasta un

1 Véase el artículo titulado «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», en el Boletín Mensual de mayo del 2004.

Cuadro I Principales características económicas de la UE ampliada

	Período considerado	Unidad	UE 25	UE 27	Bulgaria	Rumanía
Población y actividad económica						
Población total ¹⁾	2005	millones	462,3	491,7	7,7	21,6
PIB	2005	mm de euros	10.847	10.948	21	79
PIB per cápita	2005	miles de euros	23,5	23,3	2,8	3,7
PIB per cápita (PPA)	2005	EU 25=100	100	98,7	32,1	34,7
PIB (porcentaje del PIB mundial) ²⁾	2005	%	20,3	20,8	0,1	0,3
Sectores de producción³⁾						
Agricultura, pesca y silvicultura	2005	% del total	1,9	2,0	10,9	14,3
Industria (incluida construcción)	2005	% del total	26,2	26,3	29,8	36,8
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2005	% del total	71,9	71,7	58,3	48,1
Comercio exterior						
Exportaciones de bienes y servicios ⁴⁾	2005	% del PIB	13,4	-	60,8	33,0
Importaciones de bienes y servicios ⁴⁾	2005	% del PIB	13,8	-	77,4	43,4
Balanza por cuenta corriente ⁴⁾	2005	% del PIB	-0,6	-0,7	-11,3	-8,7
Mercado de trabajo						
Tasa de actividad ⁵⁾	2005	%	70,2	69,7	62,1	62,3
Tasa de paro	2005	%	8,8	8,8	10,1	7,9
Tasa de ocupación ⁵⁾	2005	%	63,8	63,4	55,8	57,6
Administraciones Públicas						
Superávit (+) o déficit (-)	2005	% del PIB	-2,3	-2,3	2,4	-1,5
Ingresos	2005	% del PIB	44,8	44,7	41,1	36,8
Gastos	2005	% del PIB	47,1	47,0	38,7	38,2
Deuda bruta	2005	% del PIB	63,2	62,8	29,8	15,9
Indicadores monetarios y financieros						
Crédito al sector privado	2005	% del PIB	127,0	126,1	44,5	20,8
Capitalización bursátil	2005	% del PIB	77,0	76,4	5,1	19,2

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las comparaciones entre las economías del cuadro se han efectuado sobre la base de una conversión de los datos nacionales a una moneda común utilizando los tipos de cambio nominales medios correspondientes al período considerado, salvo indicación en contrario.

1) Media anual

2) Los porcentajes del PIB se basan en la valoración de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de los PIB nacionales.

3) Basado en el valor añadido real. Los datos de Bulgaria y Rumanía sobre agricultura, pesca y silvicultura corresponden al año 2004, y los relativos a la industria (incluida construcción) y servicios (incluidos servicios no de mercado) al 2003.

4) Datos de balanza de pagos. Los datos de la UE se compilan sobre la base de las operaciones con residentes en países no pertenecientes a la UE (es decir, excluidos flujos intracomunitarios), y los relativos a Bulgaria y Rumanía a partir de las operaciones con el resto del mundo (es decir, incluidos flujos intracomunitarios).

5) En porcentaje de la población en edad de trabajar (esto es, las personas entre 15 y 64 años).

total de 492 millones de personas. Sin embargo, en los dos nuevos Estados miembros, la población ha mostrado una tendencia descendente desde el comienzo del proceso de transición hacia una economía de mercado, debido a unas tasas netas de natalidad decrecientes y a la emigración.

La actividad económica de los países que constituyen la UE 27, medida por el PIB, fue de aproximadamente 10.900 mm de euros en el 2005. Teniendo en cuenta los tipos de cambio vigentes, la última ampliación representa un aumento del 0,9% del PIB, al que Bulgaria y Rumanía han contribuido con 0,2 y

0,7 puntos porcentuales, respectivamente. Este incremento es muy inferior al registrado en anteriores ampliaciones. La adhesión de los diez países que se incorporaron en mayo del 2004, por ejemplo, elevó alrededor del 5% el PIB total de la UE, mientras que la ampliación que supuso la integración de Austria, Finlandia y Suecia en 1995 incrementó en torno al 7% la actividad económica en los 12 Estados miembros de entonces. Sin embargo, las economías de Bulgaria y Rumanía están creciendo con rapidez. En los cinco últimos años, el crecimiento del PIB real ha fluctuado, la mayor parte del tiempo, entre el 4% y el 6% anual en ambos países, y la demanda inter-

na, favorecida por la expansión del consumo y de la inversión, ha sido el principal motor del crecimiento. En términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), el nivel del PIB per cápita continúa siendo bajo en los dos países, el 32,1% y el 34,7% de la media de la UE 25 en el 2005.

Aparte de este efecto estadístico inmediato de la ampliación en las cifras agregadas de la UE, la extensión del Mercado Único incrementará los flujos de bienes, servicios, capital y trabajo entre la UE 25 y los dos nuevos Estados miembros, generando mejoras en el bienestar y en el empleo en el largo plazo. Las teorías convencionales sobre comercio internacional e integración económica predicen que una mayor integración y la creación de un mercado único son beneficiosas, siempre que se apliquen políticas económicas nacionales adecuadas. La integración de economías diferentes conlleva ventajas a través de un incremento del comercio y, en el contexto del Mercado Único, a partir de una asignación más eficiente de los recursos, de un aumento de la competencia y de las economías de escala como consecuencia de la libre circulación de bienes, servicios, capital y trabajo.

ESTRUCTURA DE LA PRODUCCIÓN

En los dos nuevos Estados miembros, la estructura de la producción se caracteriza por una mayor participación de la agricultura y de la industria, y menor del sector servicios, en el valor añadido que la media de los países de la UE 25. Particularmente en Rumanía, la agricultura (14,3%) y la industria (36,8%, incluida la construcción), generan una proporción relativamente elevada del producto total, en comparación con el 1,9% y el 26,2%, respectivamente, en la UE 25. No obstante, desde el comienzo del proceso de transición hacia una economía de mercado, en ambos países se han realizado notables reajustes en sus estructuras productivas, desde la agricultura y la industria hacia los servicios.

COMERCIO EXTERIOR

Tras la ampliación, el comercio de la UE 25 con Bulgaria y Rumanía y entre estos dos países pasa a ser comercio intracomunitario y, por lo tanto, en

el cuadro 1 ya no figura como comercio internacional (es decir, comercio extracomunitario). Por el contrario, el comercio entre Bulgaria o Rumanía con el resto del mundo, excluidos los países de la UE 25, ahora es comercio extracomunitario (extra-UE 27). Aunque todavía no se dispone de datos oficiales, es probable que la adhesión de estos dos países reduzca ligeramente la apertura comercial de la UE en su conjunto, medida por la participación del total de exportaciones e importaciones extracomunitarias en proporción del PIB.

El principal socio comercial de Bulgaria y Rumanía es el resto de la UE (con aproximadamente el 60-65% del comercio total de ambos países). Dada la creciente integración con la UE antes de su incorporación, el crecimiento de las exportaciones ha sido acusado en los dos países, pero se ha visto superado por un crecimiento aún más intenso de las importaciones en los últimos años. En consecuencia, en ambos países se han registrados elevados déficit por cuenta corriente, que en el año 2005 alcanzaron el 11,3% y el 8,7% del PIB en Bulgaria y Rumanía, respectivamente. Aunque estos déficit se han cubierto, en gran parte, con las entradas de inversión directa extranjera en los últimos años, también están asociados a un pronunciado crecimiento de la demanda interna, y constituyen un reto importante para las autoridades².

MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de Bulgaria y Rumanía todavía denotan el legado del proceso de transición hacia una economía de mercado y del ya mencionado reajuste de su estructura económica acometido en los quince últimos años. Tras registrar descensos en años anteriores, las tasas de actividad y de ocupación se han estabilizado, si bien todavía son considerablemente inferiores a la media de la UE 27. Las relativamente reducidas tasas de ocupación de ambos países son atribuibles, principalmente, a las bajas tasas de actividad de los hombres (aunque las tasas de actividad de las mujeres también son menores que en el resto de la

2 Para más información, véase «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», Occasional Paper n.º 46 del BCE, julio 2006.

UE, las diferencias son menos acusadas), y de los trabajadores de mayor edad (entre 55 y 64 años). Las tasas de paro han disminuido tanto en Bulgaria como en Rumanía, y en el 2005 se situaban en el 10,1% y el 7,9%, respectivamente.

SITUACIÓN PRESUPUESTARIA Y TAMAÑO DEL SECTOR PÚBLICO

La adhesión de los dos nuevos Estados miembros no modifica la media ponderada de la ratio de déficit público de la UE en el 2005, que fue del 2,3% del PIB. Ese año, Bulgaria registró un superávit del 2,4% del PIB, y Rumanía un déficit del 1,5% del PIB. En estos dos nuevos países de la UE, la participación del gasto y de los ingresos públicos en el PIB es inferior a la media de la UE 25, situándose por debajo o en torno al 40%. Dado que, en Bulgaria y Rumanía, la ratio de deuda pública es considerablemente menor que la de otros países de la UE, la ratio media de deuda de la UE en relación con el PIB ha disminuido ligeramente tras la ampliación.

ESTRUCTURA FINANCIERA

Los mercados financieros de Bulgaria y Rumanía todavía se encuentran en una fase inicial de desarrollo, lo que se refleja en unas ratios reducidas de crédito al sector privado en relación con el PIB y en niveles bajos de capitalización bursátil. Sin embargo, los sectores financieros de estos dos países han estado creciendo con rapidez, como consecuencia de la transición a una economía de mercado, de unos modestos niveles iniciales de intermediación financiera, de las políticas macroeconómicas aplicadas y de la evolución cíclica. Un aspecto fundamental del desarrollo del sector financiero en los dos países ha sido un acusado incremento del crédito bancario al sector privado, particularmente a los hogares. Aunque una rápida expansión del crédito es un fenómeno natural vinculado al proceso de transición y de convergencia, puede conllevar también algunos riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera. Los riesgos de carácter macroeconómico están relacionados, en particular, con un recalentamiento de la economía y el deterioro asociado de la balanza por cuenta corriente. En cuanto a la estabilidad financiera, la velocidad de crecimiento del crédito puede dificultar la capa-

cidad de evaluación y gestión del riesgo de los bancos, lo que, unido a un exceso de optimismo acerca de la rentabilidad futura, puede dar lugar a una asignación ineficiente del crédito³.

3 LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

El 11 de julio de 2006, el Consejo de la UE adoptó una Decisión por la que se autorizaba a Eslovenia a integrarse en la zona del euro y a adoptar la moneda única el 1 de enero de 2007⁴. Dado que la contribución de Eslovenia al PIB de la zona del euro es sólo del 0,3%, su incorporación no conlleva una modificación reseñable de la mayor parte de las características de la zona del euro en su conjunto (véase cuadro 2).

POBLACIÓN Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Medida en términos de población, la zona del euro es una de las mayores economías del mundo, con un total de 316 millones de personas, incluidos los dos millones de habitantes de Eslovenia, que representan en torno al 0,6% de la población de la zona del euro ampliada.

La actividad económica de la zona del euro (incluida Eslovenia) fue de 8.027 mm de euros en el 2005, con una contribución de Eslovenia de unos 28 mm de euros, el 0,3% del PIB de la zona. Además, la incorporación de Eslovenia a la zona del euro ha supuesto un ligero aumento de la participación de la zona del euro en el PIB mundial, del 14,8% al 14,9%. La economía eslovena todavía se encuentra en un proceso de convergencia con la zona del euro, ya que, en términos de PPA, el PIB per cápita se situó en el 76% de la media de la zona del euro en el 2005. En los últimos años, el crecimiento del PIB real ha sido intenso en este país, registrando, en promedio, un 3,4% en el período comprendido entre el 2001 y el 2005, en comparación con el 1,4% correspondiente a la zona del euro.

3 Para más información, véase el artículo titulado «Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

4 Véase también el recuadro titulado «Eslovenia adopta el euro a partir del 1 de enero de 2007», en el Boletín Mensual de agosto del 2006.

Cuadro 2 Principales características económicas de la zona del euro ampliada

	Periodo considerado	Unidad	Zona del euro (excluida Eslovenia)	Zona del euro (incluida Eslovenia)	Eslovenia
Población y actividad económica					
Población total ¹⁾	2005	millones	313,6	315,6	2,0
PIB	2005	mm de euros	7.999	8.027	28
PIB per cápita	2005	miles de euros	25,5	25,4	13,8
PIB per cápita (PPA)	2005	EU 25=100	106,3	106,2	80,6
PIB (porcentaje del PIB mundial) ²⁾	2005	%	14,8	14,9	0,1
Sectores de producción³⁾					
Agricultura, pesca y silvicultura	2005	% del total	2,0	2,0	2,7
Industria (incluida construcción)	2005	% del total	26,5	26,6	36,3
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2005	% del total	71,5	71,5	62,3
Comercio exterior					
Exportaciones de bienes y servicios ⁴⁾	2005	% del PIB	20,3	20,2	64,6
Importaciones de bienes y servicios ⁴⁾	2005	% del PIB	19,3	19,1	65,1
Balanza por cuenta corriente ⁴⁾	2005	% del PIB	-0,1	-0,1	-2,0
Mercado de trabajo					
Tasa de actividad ⁵⁾	2005	%	69,9	69,9	70,7
Tasa de paro	2005	%	8,6	8,6	6,5
Tasa de ocupación ⁵⁾	2005	%	64,4	64,4	66,0
Administraciones Públicas					
Superávit (+) o déficit (-)	2005	% del PIB	-2,5	-2,5	-1,4
Ingresos	2005	% del PIB	45,2	45,2	45,8
Gastos	2005	% del PIB	47,6	47,6	47,2
Deuda bruta	2005	% del PIB	70,8	70,6	28,0
Indicadores monetarios y financieros					
Crédito al sector privado	2005	% del PIB	119,4	119,2	58,6
Capitalización bursátil	2005	% del PIB	63,2	63,1	24,2

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea, BCE y cálculos del BCE.

1) Media anual

2) Los porcentajes del PIB se basan en la valoración de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de los PIB nacionales.

3) Basado en el valor añadido real. Los datos de Eslovenia sobre agricultura, pesca y silvicultura corresponden al año 2004, y los relativos a la industria (incluida construcción) y servicios (incluidos servicios no de mercado) al 2003.

4) Datos de balanza de pagos. Los datos de la zona del euro se compilan sobre la base de las operaciones con residentes en países no pertenecientes a la zona (es decir, excluidos flujos entre países de la zona del euro). Datos de la zona del euro incluida Eslovenia: estimaciones del BCE a partir de datos nacionales.

5) En porcentaje de la población en edad de trabajar (esto es, las personas entre 15 y 64 años).

ESTRUCTURA DE LA PRODUCCIÓN

La estructura de la producción de Eslovenia es similar, en términos generales, a la de la zona del euro. En la economía eslovena, el sector servicios contribuye con el 62,3% al valor añadido total, la industria (incluida la construcción) con el 36,3% y la agricultura con el 2,7%. La distribución del empleo en los respectivos sectores también es similar. En comparación con la zona del euro excluida Eslovenia, la principal diferencia radica en la mayor participación de la industria y la menor cuota de los servicios, en términos tanto de valor añadido como de empleo.

COMERCIO EXTERIOR

Eslovenia es una economía de tamaño reducido y muy abierta, cuyo principal socio comercial era la zona del euro ya antes de la adopción del euro. En el 2005, los doce países de la zona del euro representaron el 67% de las importaciones y el 54% de las exportaciones de este país. A su vez, la incorporación de Eslovenia a la zona del euro ha hecho de la zona ampliada una economía algo más cerrada, reduciendo su grado de apertura, medido por la participación en el PIB del total de exportaciones e importaciones a países no pertenecientes a la zona, en aproximadamente 0,1 y 0,2 puntos porcentuales, hasta el 20,2% y el 19,1%, respectivamente.

MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de Eslovenia se ha reformado sustancialmente durante el proceso de transición, si bien es necesario acometer más reformas para sustentar el crecimiento económico a medio y a largo plazo. En el 2005, las tasas de actividad y de ocupación de este país se situaron ligeramente por encima de las medias de la zona del euro, mientras que la tasa de paro fue menor, del 6,5%. La relativamente elevada tasa de ocupación de Eslovenia se debe, principalmente, a una tasa de actividad de las mujeres comparativamente alta.

En este contexto cabe observar que en algunos países de la zona del euro aún subsisten restricciones en lo que respecta a la libre circulación de trabajadores de los Estados miembros que se incorporaron a la UE en mayo del 2004, incluida Eslovenia. Seis países de la zona del euro, Bélgica, Alemania, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y Austria, todavía mantienen estas restricciones, aunque algunos han anunciado modificaciones de los regímenes nacionales de acceso vigentes en distinto grado. No obstante, ahora que Eslovenia es parte de la zona del euro, es fundamental asegurar que todos los factores de producción, incluido el trabajo, puedan circular libremente dentro de la zona. La supresión de todas las barreras que aún subsisten, incluidas las relacionadas con la movilidad laboral, es una condición necesaria para el funcionamiento de la Unión Monetaria e importante para promover una asignación eficiente de los factores de producción en la zona del euro. Además, la libre circulación de trabajadores ha de considerarse uno de los numerosos canales de ajuste existentes en una unión monetaria para absorber perturbaciones de carácter local.

SITUACIÓN PRESUPUESTARIA Y TAMAÑO DEL SECTOR PÚBLICO

En Eslovenia, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se ha reducido en los últimos años, y en el 2005 se situó en el 1,4%, inferior a la media de los países de la zona del euro. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se ha mantenido por debajo del 30% del PIB, considerablemente inferior a la media de la zona. El sector público tiene una participación en la economía eslovena similar a la de la zona del euro.

ESTRUCTURA FINANCIERA

En general, los mercados financieros en Eslovenia están menos desarrollados que en la zona del euro, lo que también queda reflejado en una participación sustancialmente inferior del crédito al sector privado en el PIB y un nivel más reducido de capitalización bursátil. No obstante, el sector financiero se ha estado desarrollando con rapidez, y el crédito bancario al sector privado creció a una tasa interanual del 26% en septiembre del 2006.

EL PROCESO DE CONVERGENCIA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE ESLOVENIA EN EL SEGUNDO SEMESTRE DEL 2006

La convergencia de los tipos de interés a corto plazo de Eslovenia hacia niveles similares a los de la zona del euro se inició con bastante anterioridad a la Decisión de julio del 2006 del Consejo ECOFIN de que este país cumplía las condiciones necesarias para adoptar el euro (para conocer una descripción de la evolución hasta marzo del 2006, véase el Informe de Convergencia del BCE de mayo del 2006). No obstante, en mayo del 2006, los tipos de interés a corto plazo en Eslovenia todavía estaban por encima de los tipos comparables de la zona del euro, como consecuencia de la política monetaria y cambiaria aplicada por el Banka Slovenije. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo estaban en niveles similares a los de la zona del euro, reflejo de la confianza del mercado en la evolución económica y presupuestaria general de Eslovenia y de una política monetaria y cambiaria creíble (véase gráfico 1).

Desde mayo del 2006, el Banka Slovenije ha adoptado tres medidas para reducir el diferencial entre los tipos de interés oficiales de Eslovenia y los de la zona del euro. En primer lugar, en junio redujo en 25 puntos básicos los tipos de interés de las letras en tólares a 60 días y los de los depósitos a largo plazo. Además, el Banka Slovenije no aplicó las subidas de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE de octubre y diciembre. En cambio, en agosto incrementó en 25 puntos básicos el tipo de interés oficial de forma paralela al aumento del BCE. Estas medidas contribuyeron a estrechar el diferencial entre el tipo de interés a corto plazo de Eslovenia y el de la zona del euro.

En mayo, el tipo de interés a tres meses de Eslovenia se situaba 61 puntos básicos por encima del tipo de interés a tres meses del mercado interbancario del euro (EURIBOR). El diferencial disminuyó hasta 40 puntos básicos en junio y se estrechó gradualmente entre ese mes y octubre. En diciembre del 2006, el tipo de interés a tres meses de Eslovenia se situaba en el 3,7%, muy próximo a la media de la zona del euro. El diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de Eslovenia y la media de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública a diez años de referencia, era ligeramente negativo a finales de mayo.

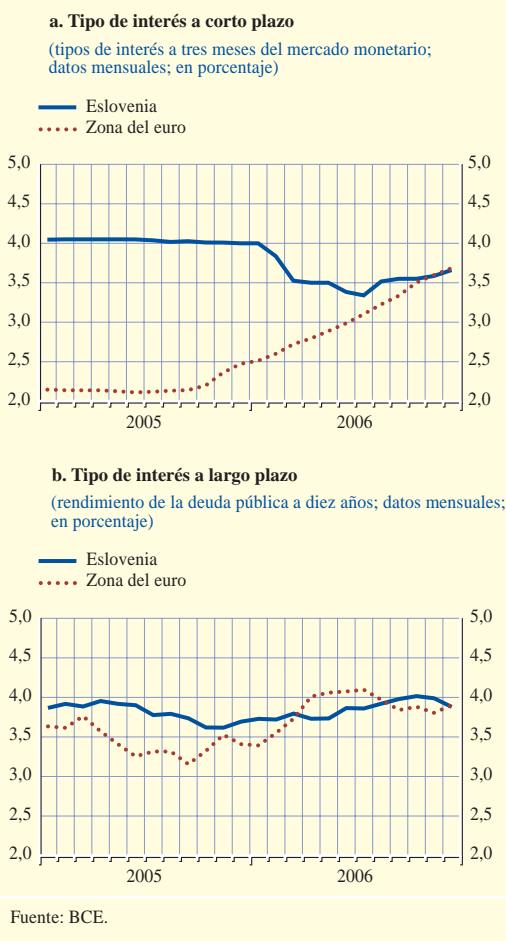
El 11 de julio de 2006, el Consejo ECOFIN adoptó también un Reglamento por el que se fijaba el tipo de conversión irrevocable entre el tólar esloveno y el euro. El tipo de conversión se estableció en la paridad central acordada el 28 de junio de 2004, cuando la moneda eslovena se incorporó al mecanismo de tipos de cambio II (MTC II). El día en que se adoptó esta decisión, el tipo de cambio era de 239,64 tólares por euro, la paridad central, y el 29 de diciembre se fijó irrevocablemente en 239,640 tólares por euro. El tipo de cambio del tólar frente al euro se mantuvo próximo a la paridad central durante todo el tiempo que participó en el MTC II.

4 CONCLUSIONES

El 1 de enero de 2007, Bulgaria y Rumanía se incorporaron a la UE, que ahora está constituida por 27 Estados miembros. Ese mismo día, Eslovenia adoptó el euro, lo que elevó de 12 a 13 el número de países pertenecientes a la zona del euro. Dado que el peso económico de Bulgaria y Rumanía es relativamente reducido, las características macroeconómicas del conjunto de la UE no han variado de manera significativa, en términos estadísticos, como consecuencia de esta ampliación.

De hecho, la modificación más reseñable es un incremento del 6% de la población total de la UE. Sin embargo, al igual que sucedió en anteriores ocasiones, la última ampliación abre nuevas oportunidades para el comercio y la inversión, tanto para los antiguos como para los nuevos Estados miembros de la UE. Para aprovechar al máximo

Gráfico I Tipos de interés a corto plazo y a largo plazo en Eslovenia y en la zona del euro



los beneficios de la ampliación debe implantarse un Mercado Único plenamente operativo, permitiendo la libre circulación de bienes, servicios, capital y trabajo. La supresión de las barreras que aún subsisten dentro de la UE será importante para promover una asignación eficiente de los factores de producción y una mayor integración económica y financiera.

Tras la decisión del Consejo ECOFIN autorizando a Eslovenia a adoptar el euro el 1 de enero de 2007, este país culminó sin dificultades el proceso de convergencia de los tipos de interés a corto plazo con respecto al euro en el segundo semestre del 2006. Durante ese período, el tipo de cambio del tólar frente al euro se mantuvo estable, y a finales de diciembre se fijó de

forma irrevocable en la paridad central del MTC II que era de 239,640 tólares por euro. Debido a su reducido tamaño, la incorporación de Eslovenia a la zona del euro ha tenido un impacto estadístico muy limitado sobre las características económicas agregadas de la zona. Sin embargo, para Eslovenia, la adopción del euro supone que los beneficios del Mercado Único se acentúen más gracias a la moneda única, que ofrece un marco creíble para la política monetaria y la esta-

bilidad de precios, en un entorno caracterizado por la ausencia de incertidumbre acerca del tipo de cambio de la zona del euro. Para beneficiarse plenamente de las ventajas del euro y permitir que los mecanismos de ajuste funcionen de manera eficiente en la zona del euro ampliada, será necesario suprimir las barreras que aún subsisten entre Eslovenia y el resto de la zona del euro, incluidas las relacionadas con la movilidad laboral.

EVOLUCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO EN LA ÚLTIMA DÉCADA



En este artículo se analizan las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en los diez últimos años y se describen las mejoras observadas en el funcionamiento de esos mercados, entre las que cabe señalar el ascenso de las tasas de actividad y de empleo, y el descenso de las tasas de desempleo. La situación de las mujeres y de las personas mayores y, en cierta medida, la de los trabajadores menos cualificados ha mejorado de forma significativa en los mercados de trabajo. En línea con las mejoras realizadas en los diez últimos años, la información disponible apunta a una disminución constante, aunque gradual, de la tasa de desempleo estructural en la zona del euro. Este descenso puede estar relacionado con el hecho de que varios países de la zona han logrado ciertos avances en las reformas de los mercados de trabajo, incrementando, por ejemplo, los incentivos al empleo. Además, la moderación salarial ha contribuido notablemente al mayor crecimiento del empleo. No obstante, los mercados de trabajo de la zona del euro distan todavía de funcionar de manera eficiente y con la suficiente flexibilidad. Las tasas de paro siguen siendo inaceptablemente altas y la participación en el mercado de trabajo es reducida según los estándares internacionales. Ello indica que las rigideces de los mercados de trabajo y de los salarios continúan siendo un problema y suponen importantes retos a los que hay que hacer frente acometiendo nuevas reformas.

I INTRODUCCIÓN

Las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro afectan, básicamente, de tres maneras al entorno económico en el que se instrumenta la política monetaria del BCE. En primer lugar, los rasgos estructurales de la oferta y la demanda de trabajo, como las tasas de actividad, de empleo y de desempleo, influyen en el producto de una economía y en su tasa de crecimiento potencial. En segundo lugar, estos rasgos, asociados a las características estructurales de la formación de los salarios, inciden en los costes laborales, que son, a su vez, un importante determinante de la evolución de los precios. En tercer lugar, las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro determinan no sólo la flexibilidad de las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo y de productos, sino también la capacidad de adaptación y de resistencia de la economía de la zona ante perturbaciones económicas.

Así pues, en el presente artículo se analiza la evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en los diez últimos años, período en el que se han observado señales de mejora en el funcionamiento de esos mercados y ciertos avances en las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos¹. En la segunda sección se examinan las

tendencias y los patrones recientes de las tasas de actividad, de empleo y de desempleo de la zona del euro. En la tercera sección se lleva a cabo el mismo examen, esta vez en relación con los salarios. En la cuarta sección se analizan los avances realizados en las reformas de las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo, se valora brevemente en qué medida estas reformas pueden explicar la evolución reciente de esos mercados, y se considera la necesidad de contemplar nuevas reformas estructurales. En la quinta sección se ofrece un resumen de los principales resultados y se presentan las conclusiones del estudio.

2 TENDENCIAS Y PATRONES RECIENTES DE LAS TASAS DE ACTIVIDAD, DE EMPLEO Y DE DESEMPLEO

TASA DE ACTIVIDAD

En la última década se ha incrementado la tasa de actividad de la zona del euro, es decir, la proporción de la población en edad de trabajar, empleada o desempleada, que participa en el mercado de trabajo, con lo que la brecha con respecto

¹ Este artículo es continuación del que se publicó en el Boletín Mensual de noviembre del 2002, con el título «La composición del crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años». Los datos utilizados se refieren a la zona del euro, excluida Eslovenia. La principal fuente de información es la Encuesta de Población Activa de la UE, publicada por Eurostat.

Cuadro 1 Tasas de actividad¹⁾ en la zona del euro y en Estados Unidos por sexo y grupos de edad

(porcentaje anual; variaciones en puntos porcentuales)

	Edad	Zona del euro			Estados Unidos		
		Nivel		Variación entre 1995 y 2006	Nivel		Variación entre 1995 y 2005
		1995	2006		1995	2005	
Total	15-64	65,3	70,4	5,1	76,9	75,4	-1,5
Hombres	15-64	76,4	78,4	2,0	84,3	81,8	-2,5
	25-54	92,8	93,0	0,2	91,6	90,5	-1,1
Mujeres	15-64	54,2	62,4	8,1	69,7	69,3	-0,4
	25-54	66,8	75,5	8,8	75,6	75,3	-0,4
Personas mayores	55-64	36,0	44,8	8,8	57,2	62,9	5,7
Personas jóvenes	15-24	43,7	44,1	0,4	66,3	60,8	-5,5

Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

Nota: Las cifras de la zona del euro se refieren al segundo trimestre del año.

1) Porcentaje de personas ocupadas y personas desocupadas (es decir, la población activa) en relación con la población en edad de trabajar.

a Estados Unidos se ha estrechado. Entre los años 1995 y 2006, la tasa de actividad aumentó 5,1 puntos porcentuales, hasta el 70,4% (véase cuadro 1). Esta elevación fue resultado, en gran medida, de la mayor participación de las personas mayores (entre 55 y 64 años) y de las mujeres, mientras que la tasa de actividad de los jóvenes (entre 15 y 24 años) y de los hombres con edades comprendidas entre 25 y 54 años se mantuvo prácticamente estable. Entre los jóvenes, la evolución de la tasa de actividad estuvo asociada a una mayor participación en la educación. Mientras que, en el año 1995, el 61,2% de los jóvenes participó en la educación, en el 2006, su participación fue del 66%. En consecuencia, en la última década se ha observado un proceso continuado de convergencia en el nivel educativo de los jóvenes, en comparación con las personas mayores, tal y como indica el creciente porcentaje de jóvenes que han alcanzado, al menos, el nivel de educación secundaria.

A la elevación de la tasa de actividad de las mujeres y de las personas mayores pueden haber contribuido varios factores, entre los que destaca un cambio estructural en la oferta de trabajo femenino. En efecto, las mujeres prolongaron el período de estudios, y mostraron, posteriormen-

te, un mayor interés por incorporarse a la población activa que en el pasado². Por otra parte, las reformas de los sistemas fiscales y de prestaciones sociales, encaminadas a incrementar los incentivos al empleo para las mujeres y los trabajadores de más edad, parecen estar dando poco a poco su fruto.

No obstante, mientras que la tasa de actividad de los hombres con edades comprendidas entre 25 y 54 años es más alta en la zona del euro que en Estados Unidos, las tasas de actividad de los trabajadores de más edad y de los jóvenes son mucho más elevadas en Estados Unidos que en la zona del euro. Por último, al tiempo que ascendía la tasa de actividad en la zona del euro a lo largo del período considerado, se produjo un ligero incremento de la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar, como consecuencia, en parte, del aumento de la inmigración (véase recuadro 1).

2 Puede hallarse evidencia sobre la incidencia que las decisiones relativas a la educación pueden tener en la participación de las mujeres jóvenes en V. Genre, R. Gómez Salvador y A. Lamo, «European women, why do(n't) they work?», ECB Working Paper n.º 454, marzo del 2005. En general, se estima que la mayor participación de trabajadores con un nivel educativo más alto ha contribuido de forma significativa al crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro (véase G. Schwerdt y J. Turunen, «Growth in euro area labour quality», ECB Working Paper n.º 575, enero del 2006).

Recuadro I

INMIGRACIÓN Y OFERTA DE MANO DE OBRA

Parte de la mayor oferta de mano de obra observada en la última década es resultado del aumento de la inmigración. El gráfico muestra el flujo neto de inmigración en la UE-15¹ y en Estados Unidos desde los años sesenta. Hasta finales de los noventa, pueden distinguirse tres fases de inmigración en Europa: la fase de reclutamiento de trabajadores extranjeros (años cincuenta y sesenta, período en el que varios países adoptaron medidas en este sentido), la fase de reunificación familiar (años setenta, en los que los inmigrantes existentes decidieron establecerse en los países de acogida e hicieron venir a sus familias) y la fase de solicitudes de asilo (finales de los ochenta y comienzos de los noventa, cuando el número de solicitantes de asilo se elevó, como consecuencia de una serie de acontecimientos políticos, de guerras y de conflictos étnicos).

Más recientemente, parece haberse iniciado una cuarta fase. Desde el año 1998, la inmigración neta en la UE-15 ha aumentado desde unas 500.000 personas al año hasta cerca de dos millones en el 2003. Por otro lado, desde 1999, la inmigración neta en la UE-15 ha superado la registrada en Estados Unidos. En efecto, el incremento observado en los últimos años se debe, en parte, a nuevas migraciones, resultado, posiblemente, de la globalización, y también, en parte, de la regularización a gran escala de inmigrantes existentes, pero ilegales, en algunos Estados miembros. La ampliación de la Unión Europea a 25 Estados miembros en el 2004 contribuyó también a aumentar la inmigración neta en la UE-15.

La medida en que los flujos migratorios han contribuido a la oferta de mano de obra varía considerablemente entre los países de la zona del euro. En el período 2002-2003, el porcentaje más alto de extranjeros con trabajo y residencia se observaba en Luxemburgo (cerca del 40%), seguido de Austria, Grecia, Alemania y Bélgica (en torno al 10%), y de Italia, Países Bajos, Portugal y Finlandia (menos del 5%). En el período 2005-2006, la población inmigrante en España e Irlanda creció notablemente, debido a los elevados flujos de inmigrantes y a la regularización llevada a cabo en España en el 2005.

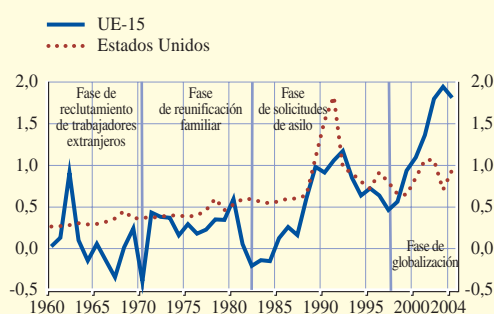
Tanto la teoría económica como la evidencia empírica sugieren que las ganancias económicas netas procedentes de la inmigración serán probablemente positivas para los países receptores. Los flujos netos de inmigrantes contribuirán también a impulsar la oferta de mano de obra en la zona del euro, compensando así algunos de los efectos negativos del cambio demográfico².

1 No se dispone de datos para el agregado de la zona del euro.

2 Véanse el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», en el Boletín Mensual de octubre del 2006, y A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», ECB Occasional Paper n.º 51, agosto del 2006.

Flujo neto de inmigración en la UE-15
y en Estados Unidos

(millones de personas)



Fuente: Comisión Europea.

Notas: La inmigración neta se calcula como la diferencia que presenta la población total entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de un año natural, menos la diferencia entre los nacimientos y los fallecimientos (o el aumento natural). La UE-15 se refiere a los Estados miembros de la UE antes de mayo del 2004.

Cuadro 2 Tasas de ocupación¹⁾ en la zona del euro y en Estados Unidos por sexo y grupos de edad

(porcentaje anual; variaciones en puntos porcentuales)

	Edad	Zona del euro			Estados Unidos		
		Nivel		Variación entre 1995 y 2006	Nivel		Variación entre 1995 y 2005
		1995	2006		1995	2005	
Total	15-64	57,8	64,4	6,6	72,5	71,5	-1,0
Hombres	15-64	69,2	72,4	3,3	79,5	77,6	-1,9
	25-54	85,4	86,8	1,4	87,6	86,9	-0,7
Mujeres	15-64	46,6	56,4	9,8	65,8	65,7	-0,1
	25-54	58,5	69,0	10,5	72,2	72,0	-0,2
Personas mayores	55-64	33,0	41,6	8,6	55,1	60,8	5,7
Personas jóvenes	15-24	33,6	36,7	3,1	58,3	53,9	-4,4
Niveles de cualificación	25-64						
	<i>Inferior a educación secundaria</i>	50,5	57,2	6,7	53,9	56,5	2,6
	<i>Al menos educación secundaria</i>	71,1	74,3	3,2	75,1	72,8	-2,3
	<i>Educación superior</i>	81,9	83,5	1,6	85,8	82,0	-3,8
Tasa de empleo a tiempo parcial ²⁾	15-64	13,8	19,3	5,5	13,2	12,8	-0,4

Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics y OCDE.

Nota: Las cifras de la zona del euro se refieren al segundo trimestre del año.

1) Porcentaje de personas ocupadas en relación con la población en edad de trabajar.

2) Porcentaje de empleo a tiempo parcial en relación con el empleo total.

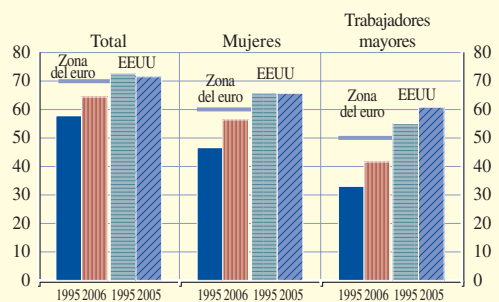
TASA DE EMPLEO

En la última década se han elevado también las tasas de empleo de la zona del euro, lo que ha reducido las diferencias con respecto a Estados Unidos. En el 2006, la tasa de ocupación de la zona del euro aumentó 6,6 puntos porcentuales, hasta el 64,4%, observándose los mayores incre-

mentos en los colectivos de mujeres y de trabajadores de más edad (véase cuadro 2). Es interesante señalar que, por niveles educativos, las tasas de ocupación aumentaron de forma muy significativa entre los trabajadores menos cualificados. Ello podría reflejar, entre otras cosas, las políticas de creación de empleo en los tramos inferiores de la escala salarial. Sin embargo, persisten importantes diferencias en las tasas de ocupación entre los distintos niveles de cualificación. En la actualidad, más del 80% de los que han cursado estudios superiores tienen un empleo, mientras que la proporción de trabajadores con un nivel inferior a la educación secundaria permanece por debajo del 60%.

Gráfico 1 Tasas de ocupación con vistas a los objetivos de la agenda de Lisboa para el 2010: 1995 y 2006

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

Nota: Las líneas horizontales señalan los respectivos objetivos de empleo establecidos en la agenda de Lisboa.

Por sectores, en la zona del euro se ha mantenido la tendencia hacia una economía de servicios en la última década. Mientras que, durante ese período, la participación de la industria y la agricultura en el empleo ha bajado entorno a 1,5 y 3,5 puntos porcentuales, respectivamente, la contribución del sector servicios ha aumentado hasta un 70% en el 2006. Sin embargo, sigue existien-

Cuadro 3 Tasas de paro¹⁾ en la zona del euro y en Estados Unidos por sexo, grupos de edad y niveles de cualificación.

(porcentaje anual; variaciones en puntos porcentuales)

	Edad	Zona del euro			Estados Unidos		
		Nivel		Variación entre 1995 y 2006	Nivel		Variación entre 1995 y 2005
		1995	2006		1995	2005	
Total	15-64	11,4	8,3	-3,1	5,6	5,1	-0,5
Hombres	15-64	9,5	7,5	-2,0	5,6	5,1	-0,5
Mujeres	15-64	14,1	9,4	-4,7	5,7	5,2	-0,5
Personas jóvenes	15-24	23,1	16,2	-6,9	12,1	11,3	-0,8
Niveles de cualificación	25-64						
<i>Inferior a educación secundaria</i>		13,3	9,9	-3,4	10,0	10,5	0,5
<i>Al menos educación secundaria</i>		8,6	7,2	-1,4	5,0	5,6	0,6
<i>Educación superior</i>		6,7	4,7	-2,0	2,7	3,3	0,6
Paro de larga duración ²⁾	>15	49,5	46,8	-2,7	9,7	11,8	2,1

Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics y OCDE.

Nota: Las cifras de la zona del euro se refieren al segundo trimestre del año. Las cifras de Estados Unidos relativas a los niveles de cualificación y correspondientes al 2005 se refieren al 2004.

1) Porcentaje de personas desocupadas en relación con la población activa.

2) Porcentaje de personas desocupadas durante más de un año.

do una diferencia considerable en comparación con la estructura sectorial del empleo en Estados Unidos, donde el empleo en el sector servicios representó el 77% del empleo total en el 2004. En alguna medida, ello puede explicarse por la mayor flexibilidad de los salarios del sector servicios en Estados Unidos, como sugiere el mayor diferencial de salarios respecto al total de la economía (véase sección 3).

Pese a la mejora de las tasas de ocupación de la zona del euro observada en los últimos años, todavía queda cierto camino por recorrer hasta alcanzar los objetivos de empleo de la agenda de Lisboa para el 2010 (el 70% para el empleo total, el 60% para el empleo femenino, y el 50% para los trabajadores de más edad). Como puede apreciarse en el gráfico 1, en Estados Unidos se superaron todos estos objetivos en los años 1995 y 2005.

El incremento del empleo registrado en la zona del euro en la última década es menor en términos de horas trabajadas que en términos de personas ocupadas. Ello se debe al hecho de que el ascenso de la tasa de ocupación observado en la zona del euro en los diez últimos años se ha visto acompañado por un pronunciado descenso de la media anual de horas trabajadas por trabajador, hasta un nivel muy inferior al alcanzado en Estados Unidos. Este des-

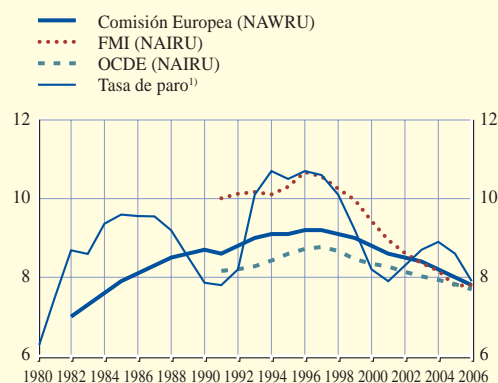
censo fue determinado, en gran medida, por un acusado aumento de la tasa de empleo a tiempo parcial, desde el 13,8% hasta el 19,3%, entre los años 1995 y 2006 (véase cuadro 2). En general, una mayor proporción del empleo a tiempo parcial puede ser reflejo de una preferencia personal, señal de una mayor flexibilidad de los horarios de trabajo. Sin embargo, la disminución de las horas trabajadas por trabajador y por año fue resultado también de la reducción de las horas de trabajo por imperativo legal, tendencia que sólo parece haberse detenido más recientemente³. En el caso del empleo femenino, la diferencia en la media anual de horas trabajadas por trabajador entre Estados Unidos y la zona del euro tiende a disminuir, si se considera la suma de horas trabajadas en el mercado y en el hogar, lo que apunta a una mayor producción de las tareas del hogar en el mercado en Estados Unidos que en la zona del euro⁴.

3 Véanse también el recuadro titulado «Evolución reciente de las horas totales trabajadas en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2006, y N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», ECB Occasional Paper n.º 41, diciembre del 2005.

4 Véase R. Freeman y R. Schettkat, «Jobs and home work», *Economic Policy* 20(41), Blackwell, 2005. Su estudio se basa en las encuestas sobre reparto del tiempo, que organizan las 24 horas del día en horas dedicadas al trabajo en el mercado, al trabajo en el hogar, al ocio y a la propia persona.

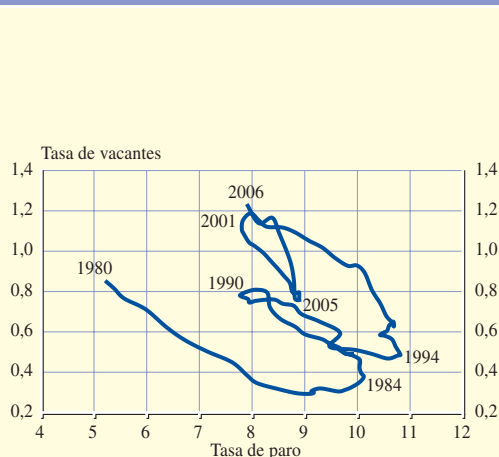
Gráfico 2 Estimaciones de la NAIRU/NAWRU de la zona del euro realizadas por distintos organismos internacionales

(porcentaje de la población activa)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, FMI y OCDE.
 Notas: las distintas instituciones utilizan métodos y datos diferentes en su estimación de la NAIRU/NAWRU. La principal diferencia reside en que el FMI utiliza un filtro puramente estadístico, mientras que la Comisión Europea y la OCDE utilizan una curva de Philips, lo que explica, en gran parte, la diferencia de nivel observada. Las definiciones y los datos de paro utilizados también difieren ligeramente, aunque en menor medida.
 1) La cifra correspondiente al 2006 se refiere a la media hasta finales de octubre de ese año, publicada por Eurostat.

Gráfico 3 Relación paro/vacantes en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.
 Notas: La tasa de paro y la tasa de vacantes se definen, respectivamente, como el número de parados y el número de vacantes en relación con la población activa. La cifra correspondiente al 2006 se refiere al segundo trimestre.

En cuanto a la capacidad de resistencia de las economías ante perturbaciones, tanto la zona del euro como Estados Unidos reaccionaron a la última recesión económica con un mayor ajuste a la baja de las horas trabajadas por trabajador que del empleo. Sin embargo, el empleo mostró una mayor resistencia a la recesión en la zona del euro que en Estados Unidos. Este hecho es notable, dado que, en la zona del euro el factor trabajo se ha ajustado, en anteriores fases contractivas, principalmente a través del empleo, evolución a la que habrán contribuido probablemente la moderación salarial y una mayor flexibilidad en los horarios de trabajo.

TASA DE DESEMPLEO

La tendencia positiva que han venido mostrando las tasas de empleo se ha reflejado en menores tasas de desempleo. En la última década, la tasa de paro total de la zona del euro entre las personas con edades comprendidas entre 15 y 64 años descendió 3,1 puntos porcentuales, hasta el 8,3%, en el 2006 (véase cuadro 3). La reducción de la tasa de desempleo de la zona del euro benefició, especialmente, a los jóvenes, las mujeres y, por niveles educativos, a los trabajadores menos cualificados. Por lo que se refiere al des-

censo del desempleo juvenil, en la medida en que estuvo acompañado por un aumento de la tasa de empleo en este grupo de edad, puede ser reflejo, entre otros factores, de la continua elevación del nivel educativo de los jóvenes y, por ende, de su mayor capacidad de inserción profesional. Por otro lado, en la medida en que no se produjo, al mismo tiempo, un incremento de la tasa de ocupación de los jóvenes, el descenso del paro juvenil es probablemente indicativo de una mayor participación en la educación.

Si se analizan los indicadores del funcionamiento de los mercados de trabajo que pueden reflejar cambios más fundamentales y estructurales de esos mercados, como las variaciones en el paro de larga duración (es decir, el porcentaje de personas desocupadas durante más de un año), se observa que su descenso, desde el 49,5% en el año 1995 hasta el 46,8% en el 2006, fue limitado. En general, el elevado nivel del paro de larga duración es una de las pruebas más fehacientes del funcionamiento todavía insuficiente de los mercados de trabajo de la zona del euro.

Otro indicador de los cambios estructurales del mercado de trabajo es la tasa de desempleo no aceleradora de

la inflación (NAIRU). Las estimaciones de esta tasa disminuyeron moderadamente en la pasada década. La NAIRU es un concepto teórico, que se define como el nivel de desempleo acorde con una tasa de inflación estable. Algunas veces, se estima la relación que existe entre la tasa de paro y la inflación salarial, en cuyo caso la tasa de desempleo estructural estimada se denomina tasa de desempleo no aceleradora de los salarios (NAWRU). En el pasado, se suponía que la NAIRU/NAWRU equivalía, aproximadamente, a la tasa media de desempleo a largo plazo. Sin embargo, después se reconoció que puede variar con el tiempo⁵.

La medición de la NAIRU/NAWRU puede ser más bien imprecisa, especialmente en el caso de las estimaciones sincrónicas⁶, por lo que el BCE no utiliza las estimaciones de la NAIRU/NAWRU en la evaluación periódica de su política monetaria. No obstante, la evolución de la NAIRU/NAWRU puede proporcionar cierta información respecto a tendencias a más largo plazo. En efecto, aunque presentan variaciones, las estimaciones utilizadas por los organismos internacionales muestran, en general, un patrón similar, que sugiere un descenso gradual y constante a partir de mediados de los años noventa, desde un 9,3% en el año 1995 hasta un 8% en el 2006 (véase gráfico 2). También cabe resaltar que las estimaciones de la NAIRU/NAWRU siguieron disminuyendo durante el período de reducido crecimiento económico observado entre el 2001 y el 2005. La favorable evolución de la NAIRU/NAWRU durante la última década se ha atribuido, en gran medida, a una mayor flexibilidad salarial, así como a las reformas de los mercados de trabajo y de productos llevadas a cabo en varios países de la zona del euro⁷. Sin embargo, la NAIRU/NAWRU se mantiene en niveles elevados, lo que sugiere la necesidad de realizar reformas adicionales para lograr una mayor flexibilidad en el mercado de trabajo.

Finalmente, la evaluación de los movimientos de la curva de Beveridge de la zona del euro, es decir, la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de paro, puede indicar cambios en el funcionamiento de los mercados del trabajo determinados por factores estructurales. La curva de Beveridge proporciona una indicación general del proceso de emparejamiento entre los parados y las vacantes. Los movimientos de la curva, en la que las vacantes y el paro se desplazan en direcciones diferentes, reflejan las fluctuaciones cíclicas de la actividad

económica. Se trata de movimientos contrarios al sentido de las agujas del reloj⁸. Un desplazamiento hacia dentro (hacia fuera) de la curva, en la que las vacantes y el paro disminuyen (aumentan) simultáneamente, puede señalar una mejora (un deterioro) del proceso de ajuste, como resultado de factores estructurales, como la mayor (menor) eficiencia de las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo.

Desde mediados de los años noventa, la evolución de la curva de Beveridge de la zona del euro ha sido determinada, fundamentalmente, por movimientos cíclicos (véase gráfico 3). En efecto, entre los años 1994 y 2001, la tasa de vacantes aumentó de forma procíclica, mientras que la tasa de paro disminuyó. Posteriormente, se produjo un período de desaceleración de la actividad económica, en el que la tasa de vacantes descendió y la tasa de paro comenzó a elevarse. Desde el inicio del 2005, la tasa de vacantes ha vuelto a aumentar, contribuyendo a reducir el desempleo. Cabe destacar que no existe evidencia de nuevos movimientos hacia fuera de la curva de Beveridge en ese período de diez años, lo que sugiere que han dejado de registrarse perturbaciones adversas de índole estructural, como las relacionadas con un proceso de ajuste poco eficiente y con desplazamientos sectoriales. Al mismo tiempo, tampoco se han observado movimientos hacia dentro y la situación actual es notablemente peor que a principios de los años ochenta, lo que indicaría la necesidad de incrementar la eficiencia del proceso de ajuste.

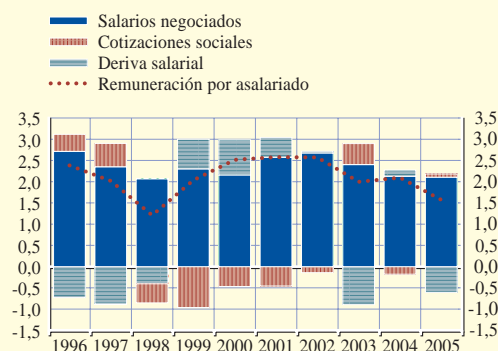
3 TENDENCIAS Y PATRONES RECIENTES DE LOS SALARIOS

Los diez últimos años se han caracterizado por una evolución generalmente moderada de los salarios y

- 5 Para un análisis más detallado de la evolución del desempleo estructural en la zona del euro, véase el recuadro titulado «Una perspectiva de más largo plazo del desempleo estructural en la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2005.
- 6 Véase, por ejemplo, la evidencia recogida en D. Staiger, J. Stock y M. Watson (1997), «How precise are estimates of the natural rate of unemployment» en C. Romer and D. Romer (eds) *Reducing inflation: motivation and strategy*, University of Chicago Press, 1997.
- 7 Véase, por ejemplo, S. Nickell, «Labour market institutions and unemployment in OECD countries», CESIFO DICE Report 1, n.º 2 (2003), pp. 13-26.
- 8 Para un análisis más detallado de la relación entre el paro y las vacantes en la zona del euro y de las perturbaciones que pueden afectarla, véase el recuadro titulado «La relación paro/vacantes en la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2002.

Gráfico 4 Crecimiento de la remuneración por asalariado y de sus componentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

de los costes laborales. Entre los años 1995 y 2005, la tasa de crecimiento anual de la remuneración nominal por asalariado de la zona del euro se situó, en promedio, en el 2,2%, mientras que, en los diez años anteriores, había superado el 5% anual. La tasa media de crecimiento de los salarios por hora trabajada fue ligeramente más elevada, en torno al 2,6%, como consecuencia de la tendencia decreciente que se ha venido observando en las horas trabajadas por trabajador. Por otra parte, pese al sostenido descenso del crecimiento de la productividad del trabajo, entre los años 1995 y 2005, los costes laborales unitarios de la zona del euro registraron una tasa media de crecimiento anual cercana al 1,4%, menos de la mitad de la alcanzada en el anterior período de diez años. Ello facilitó la ejecución de la política monetaria y el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro. Además, la moderación salarial ha contribuido notablemente al mejor funcionamiento de los mercados de trabajo de la zona del euro en los últimos años.

Con toda probabilidad, varios factores estructurales han contribuido a la contención observada en la negociación salarial en los últimos años. Los sueldos y salarios negociados pueden considerarse como el componente básico de los costes laborales (véase gráfico 4)⁹. El crecimiento de los salarios negociados es el componente más importante del crecimiento de la remuneración por asalariado, por lo que se confirma que la moderación salarial pactada en los convenios

ha sido el principal factor determinante del menor crecimiento de los salarios registrado en la última década. Habrá influido favorablemente la comprensión, por parte de los agentes que intervienen en la negociación salarial, de que un menor aumento de los salarios fomenta la creación de empleo, contribuye a mantener la inflación en niveles reducidos y estables, y mejora la competitividad. Otros factores, como los niveles de paro todavía elevados debido a rigideces estructurales, los cambios en las estructuras y tecnologías de producción, y las mayores presiones a la baja sobre los costes laborales generadas por el incremento de la competencia mundial (incluida la competencia de los nuevos Estados miembros de la UE), habrán contribuido probablemente a la moderación de los salarios pactados. Las cotizaciones sociales, el segundo componente más importante del crecimiento total de la remuneración por asalariado, vienen fijadas, en general, por ley. En el período 1998-2002, hubo varios recortes, fruto de las reformas encaminadas a rebajar los costes laborales en varios países de la zona del euro, que contribuyeron a reducir el crecimiento salarial (véase gráfico 4).

La evolución reciente de los salarios en la zona del euro es la agregación de comportamientos dispares en los distintos países de la zona¹⁰. En esta evolución habrán influido las diferencias en materia de rigideces salariales que se observan entre estos países, y en comparación con Estados Unidos (véase el recuadro 2, en el que se presentan evidencias empíricas sobre las rigideces salariales). A su vez, las rigideces salariales pueden estar determinadas por varios factores institucionales. Por ejemplo, aunque menos frecuentes que en el pasado, las cláusulas de indicación de los salarios en función de la evolución pasada de la inflación siguen existiendo en algunos países de la zona del euro, lo que puede dar lugar a rigideces de los salarios reales¹¹.

9 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial», en el Boletín Mensual de octubre del 2006.

10 La divergencia entre los costes laborales de los distintos países de la zona del euro es un importante determinante de la dispersión de las tasas de inflación medida por el IAPC y tiene implicaciones significativas para la competitividad en términos de costes y el crecimiento económico en los países de la zona. Véase el informe titulado «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», BCE (2003).

11 Las cláusulas de indicación salarial son automáticas en Bélgica y Luxemburgo, lo son también en Francia para los salarios mínimos, se incluyen en la mayor parte de los convenios en España y pueden invocarse en otros países de la zona del euro.

Recuadro 2

RIGIDECES SALARIALES EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Varios estudios han intentado estimar el grado de rigidez a la baja de los salarios nominales (es decir, la facilidad con la que los salarios nominales se ajustan a la baja) en los países europeos. Dos estudios en los que se analizan las variaciones entre países a mediados de los noventa con datos del Panel Europeo de Hogares (Dessy, 2005, y Knoppik y Beissinger, 2005) hallan que la rigidez de los salarios nominales varía considerablemente entre los países de la UE-15¹. Utilizando datos sectoriales para 19 países de la OCDE, Holden y Wulfsberg (2005) hallan también una importante rigidez a la baja de los salarios nominales². La evidencia sobre la rigidez de los salarios reales es mucho más escasa. Barwell y Schweitzer (2004), Bauer, Bonin y Sunde (2003), Böckerman, Laaksonen y Vainiomäki (2003), Dessy (2005), y Devicienti, Maida y Sestito (2005) hallan diferentes grados de rigidez a la baja de los salarios reales en el Reino Unido, Alemania, Finlandia, Italia y otros países europeos³. Sin embargo, debido a las marcadas diferencias existentes en los datos y los métodos de medición utilizados en estos estudios independientes, es difícil comparar sus conclusiones respecto a la rigidez en los distintos países.

Las investigaciones realizadas en el marco del *International Wage Flexibility Project* (IWFP), una red internacional de investigadores del mundo académico y de responsables de la política económica, tienen por objeto llenar este vacío, midiendo la rigidez a la baja de los salarios nominales y reales con datos microeconómicos de varios países de la zona del euro y de Estados Unidos⁴. Las estimaciones del IWFP apuntan a importantes rigideces salariales. En comparación con Estados Unidos, las rigideces de los salarios reales parecen ser más corrientes en los países europeos. Sin embargo, en general se observa una elevada heterogeneidad en la naturaleza y la amplitud de ambos tipos de rigidez entre los distintos países. En lo que respecta a las causas de la rigidez de los salarios, los resultados sugieren que las rigideces a la baja de los salarios reales parecen estar relacionadas con la presencia de sindicatos. Ello indicaría que los participantes en las negociaciones colectivas pueden prestar más atención a la evolución de los salarios reales que a la de los salarios nominales. Los sindicatos pueden tener también poder de negociación para proteger los salarios reales.

1 O. Dessy (2005), «Nominal wage rigidity in Europe: estimates, causes and consequences», trabajo presentado en la conferencia anual de la European Economics Association, Viena 2005, Universidad de Milán. C. Knoppik y T. Beissinger (2005), «Downward nominal wage rigidity in Europe: an analysis of European micro data from the ECHP 1994-2001», IZA Discussion Paper n.º 1492.

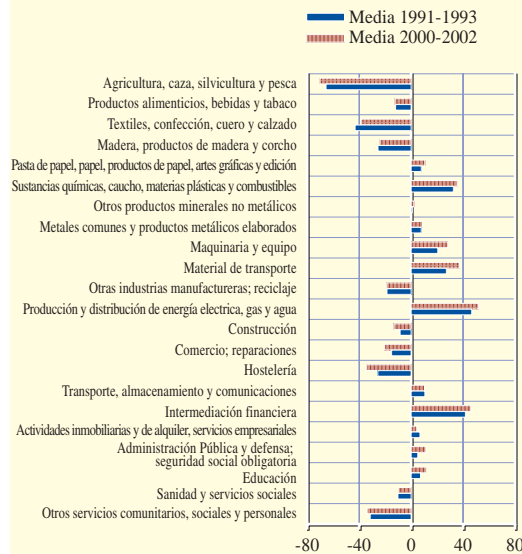
2 S. Holden y F. Wulfsberg (2005), «Downward nominal wage rigidity in the OECD», mimeo, en <http://folk.uio.no/sholden/#wp>.

3 Pueden consultarse las referencias completas, un resumen de este trabajo y los resultados del *International Wage Flexibility Project*, en W. Dickens, L. Goette, E. L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. Schweitzer, J. Turunen y M. Ward-Warmedinger, «How wages change: micro evidence from the International Wage Flexibility Project», ECB Working Paper n.º 697, noviembre del 2006. Para una medición de la rigidez a la baja de los salarios tras controlar el error de medición, en el marco del mismo proyecto, véase W. Dickens, L. Goette, E. L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. Schweitzer, J. Turunen y M. Ward-Warmedinger, «The interactions of labour market institutions and inflation: micro evidence from the International Wage Flexibility Project», trabajo presentado en la conferencia del San Francisco Federal Reserve Bank «Labor Markets and the Macroeconomy», San Francisco, 3-4 de marzo de 2006.

4 Véase W. Dickens et al. (2006).

Gráfico 5 Diferencias salariales entre sectores en la zona del euro

(diferencias en porcentaje del salario medio del total de la economía)



Fuentes: Base de datos STAN de la OCDE y cálculos del BCE.
Notas: Diferencias medias en porcentaje de la remuneración media por asalariado en el total de la economía. En lugar de medias anuales se utilizan medias de tres años, para evitar que los datos reflejen características específicas de un determinado año.

La evolución de las diferencias de salarios entre sectores proporciona información adicional sobre el grado de flexibilidad de los salarios en la zona del euro y sobre las distintas presiones inflacionistas ejercidas por los salarios en los diferentes sectores. Existen disparidades sustanciales y persistentes en los niveles relativos de salarios entre los distintos sectores. En efecto, los salarios medios cobrados en el sector servicios son inferiores en más de un 15% a los que se cobran en el sector manufacturero (véase gráfico 5)¹². Parece que estas diferencias perduran, incluso tras efectuar el ajuste por horas trabajadas y por niveles de cualificación entre sectores¹³.

Si se considera la dispersión salarial con un mayor nivel de desagregación, cabe destacar que la diferencia negativa que presentan en general los servicios se debe, fundamentalmente, a los salarios más bajos cobrados en los sectores de comercio y hostelería, mientras que entre los salarios más altos figuran los que se cobran en los servicios de intermediación financiera. Las diferencias de salarios entre sectores han sido bas-

tante similares en la zona del euro y en Estados Unidos, en cuanto al *ranking* de los sectores y a la estructura general de los salarios. Sin embargo, la dispersión salarial en el sector servicios parece ser ligeramente más alta en Estados Unidos que en la zona del euro.

Las diferencias de salarios corregidas por rasgos concretos de los trabajadores pueden explicarse, en cierta medida, por características específicas de las empresas, como su tamaño y la intensidad de uso del capital. Por otro lado, la evidencia sugiere que persisten las diferencias de salarios entre sectores en la zona del euro, y no existe evidencia de convergencia de los salarios entre los sectores peor y mejor retribuidos (véase gráfico 5). De hecho, parece que la brecha entre los salarios de los sectores de manufacturas y de servicios se ha ampliado ligeramente en la última década, como resultado de la evolución más favorable de la productividad del trabajo en el sector manufacturero y de una mayor flexibilidad salarial en el sector servicios.

4 AVANCES EN LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Las secciones 2 y 3 de este artículo señalan que se han conseguido varias mejoras en el funcionamiento de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década. Sin embargo, también indican que los niveles de actividad, empleo y desempleo siguen siendo insatisfactorios, lo que sugiere la necesidad de una mayor flexibilidad, a fin de incrementar la capacidad de ajuste de esos mercados y su resistencia a las perturbaciones, en aras del buen funcionamiento de la UEM. En la presente sección se analizan los avances realizados en las reformas de las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo, se valora en qué medida estos avances pueden haber contribuido a mejorar la situación de esos mercados, y se consideran las áreas en las que siguen siendo necesarios progresos adicionales.

12 V. Genre, D. Momferatou y G. Murre «Wage diversity in the euro area: an overview of labour cost differentials across industries», ECB Occasional Paper n.º 24, febrero del 2005.

13 Esta conclusión se halla de forma generalizada en la literatura empírica sobre diferencias internacionales en los salarios. Véanse, entre otros, E. Goshen, «Sources of intra-industry wage dispersion: how much do employers matter?», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n.º 3, 1991, pp. 869-884; D. Levine, «Can wage increases pay for themselves? Tests with a production function», *Economic Journal*, vol. 102, n.º 414, 1992, pp. 1102-1115; y J. Kouwenberg y R. Van Opstal, «Inter-industry wage differentials: evidence from micro data», CPB Report 1999/3, pp. 26-29.

Los avances en la aplicación de las reformas estructurales se pueden evaluar mejor con la ayuda de indicadores que permiten calibrar el correspondiente cambio en el grado de rigidez de los mercados. A este respecto, la OCDE proporciona varios indicadores que comparan el diseño y los cambios en las instituciones de los distintos países. Estos indicadores miden, por ejemplo, aspectos de la protección legal del empleo, de los sistemas fiscales y de prestaciones sociales, y de la regulación de los mercados de productos. Más recientemente, a fin de medir los progresos realizados en el marco de la agenda de Lisboa, Eurostat ha creado una base de datos de «indicadores estructurales», con objeto de efectuar un seguimiento de las reformas estructurales en los países de la UE. Sin embargo, existen limitaciones a la medición de los avances logrados en las reformas estructurales. En primer lugar, varios de estos indicadores son medidas-resumen (como el indicador de protección legal del empleo, de la OCDE), mediante las cuales se comparan determinados aspectos de las instituciones, que difieren ampliamente de un país a otro, y en los que la elección de las ponderaciones de los distintos elementos se hace necesariamente en base a criterios subjetivos. En segundo lugar, algunos indicadores se publican con grandes retrasos o con una frecuencia muy reducida (por ejemplo, cada cinco años), por lo que no reflejan la evolución más reciente. No obstante, pese a estas limitaciones, estos indicadores son las únicas medidas numéricas disponibles para comparar los progresos de los países en la aplicación de las reformas estructurales.

SISTEMAS FISCALES Y DE PRESTACIONES SOCIALES

En la última década, los países de la zona del euro, en promedio, han incrementado los incentivos al empleo, reduciendo, en particular, los desincentivos a prolongar la vida laboral y los incentivos financieros a jubilarse anticipadamente. En los seis últimos años, la brecha fiscal, es decir, el importe pagado en concepto de impuesto sobre la renta más las cotizaciones sociales a cargo del empleado y de la empresa, ha disminuido para varios colectivos, como las familias que cuentan con el perceptor de un segundo salario y las personas con rentas inferiores a la media, lo que apunta a un aumento de los incentivos a la oferta de trabajo

para las mujeres y las personas con un menor nivel de cualificación (véase cuadro 4)¹⁴. No obstante, la brecha fiscal sigue siendo bastante más elevada en la zona del euro que en Estados Unidos. Al mismo tiempo, el indicador estructural de la «trampa de las remuneraciones más bajas», de Eurostat, que mide el coste (en términos de más impuestos y menos prestaciones) que supone aceptar un trabajo mejor remunerado, se ha elevado ligeramente, hasta el 42,7% de la renta adicional entre el 2001 y el 2005 (véase cuadro 4).

En la última década se han reducido notablemente los incentivos a la jubilación anticipada para los trabajadores de más edad, tal y como indica el fuerte recorte del tipo impositivo implícito al prolongar la vida laboral desde los 60 hasta los 65 años, reflejo del descenso en la pérdida de pensiones por una jubilación más tardía. Así, la edad media de jubilación en la zona del euro se elevó en más de nueve meses, hasta los 60,7 años, entre el 2001 y el 2005.

Por el contrario, los países de la zona del euro, en promedio, han tenido comparativamente más dificultades en estimular a los parados a aceptar ofertas de trabajo. A este respecto, las tasas netas de reemplazamiento disminuyeron ligeramente entre el 2001 y el 2004, y la medida-resumen de la OCDE relativa al derecho de los parados a recibir prestaciones aumentó entre los años 1995 y 2003. Por su parte, el indicador estructural de la «trampa del desempleo», de Eurostat, que mide el porcentaje de ingresos brutos que un parado pierde si acepta un trabajo, se elevó también ligeramente, alcanzando el 77,2%, en el 2005 (véase cuadro 4). El hecho de que la renta de los parados no haya registrado cambios significativos es reflejo de que varios países de la zona del euro han optado por una política de endurecimiento de los criterios de disponibilidad de empleo y de reducción de la du-

14 El período de tiempo considerado para la variación en la brecha fiscal es el correspondiente a los años 2000-2005, dado que, a partir del 2005, la OCDE amplió la definición del concepto de salario medio, para incluir no sólo los trabajadores manuales sino también los trabajadores no manuales. Ello provocó una interrupción de la serie entre los años 2004 y 2005. Sin embargo, la brecha fiscal ha tendido a mostrar una tendencia decreciente también en el período 1995-2004. Para más detalles sobre este tema, véase OCDE, «Taxing wages 2004-2005», París, 2006.

Cuadro 4 Avances en las reformas estructurales de los sistemas fiscales y de prestaciones sociales

(porcentaje anual; variaciones en puntos porcentuales)

	Zona del euro		Estados Unidos	
	%	Variación	%	Variación
Brecha fiscal¹⁾	2005	2000-2005	2005	2000-2005
Matrimonio con un sueldo y dos hijos (100% del salario medio)	31,3	-1,7	11,9	-4,0
Matrimonio con dos sueldos y sin hijos (100% y 33% del salario medio)	38,1	-1,7	26,7	-1,1
Persona soltera sin hijos (67% del salario medio)	37,8	-1,6	26,7	-0,5
	2005	2001-2005	2005	2001-2005
«Trampa de las remuneraciones más bajas» ²⁾	42,7	1,7	31,0	-3,0
«Trampa del desempleo» ³⁾	77,2	1,7	70,0	0,0
Jubilación anticipada	2003	1993-2003	2003	1993-2003
Tipo impositivo implícito al continuar a trabajar desde los 60 hasta los 65 años ⁴⁾	48,1	-23,5	12,8	6,5
	2005	2001-2005		
Edad media de retiro de la población activa ⁵⁾	60,7	0,8		
Prestaciones por desempleo	2004	2001-2004	2004	2001-2004
<i>Tasas netas de reemplazamiento</i>				
Matrimonio con un sueldo y dos hijos (67% del salario medio), fase inicial de paro ⁶⁾	80,0	-0,8	51,0	-2,0
Matrimonio con un sueldo y dos hijos (67% del salario medio), paro de larga duración ⁷⁾	72,0	-1,0	48,0	-3,0
	2003	1995-2003	2003	1995-2003
Medida-resumen de los derechos a recibir prestaciones (OCDE) ⁸⁾	35,7	3,3	14,0	2,0

Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Medias sin ponderar de la zona del euro, salvo indicación en contrario. Los indicadores se refieren a distintos períodos de tiempo, en función de la disponibilidad de datos.

1) La brecha fiscal es el importe del impuesto sobre la renta, más las cotizaciones sociales a cargo del empleado y de la empresa, menos las prestaciones en efectivo, en porcentaje de los costes laborales.

2) La «trampa de las remuneraciones más bajas» es el porcentaje de ingresos brutos que se pierde si se acepta un trabajo mejor remunerado, al tener que pagar más impuestos y recibir menos prestaciones. En este caso, la cifra corresponde a una persona soltera sin hijos y oscila entre el 33% y el 67% del salario medio de un trabajador industrial.

3) La «trampa del desempleo» es el porcentaje de ingresos brutos que se pierde si se acepta un trabajo, al tener que pagar más impuestos y cotizaciones sociales y dejar de recibir prestaciones. En este caso, la cifra corresponde a una persona soltera sin hijos y se sitúa en el 67% del salario medio de un trabajador industrial a tiempo completo en el sector manufacturero.

4) Tasa media de variación interanual de la riqueza derivada de las pensiones y de las prestaciones sociales (es decir, el valor actual del flujo futuro de pensiones y prestaciones sociales), neta de las cotizaciones adicionales pagadas, que resulte de la decisión de retrasar la jubilación desde los 60 hasta los 65 años. La cifra corresponde a un receptor de sueldo con un salario medio. Grecia y Austria no están incluidas. Para más información, véase *OECD Employment Outlook 2006*, p. 134.

5) Estimación de Eurostat; media ponderada.

6) La tasa neta de reemplazamiento se calcula después de impuestos e incluye las prestaciones por desempleo, la asistencia social, y las prestaciones familiares y por vivienda en la fase inicial de paro, tras un período de espera. Los hijos tienen 4 y 6 años y no se contemplan prestaciones o costes por cuidado de los hijos.

7) La tasa neta de reemplazamiento se calcula después de impuestos e incluye las prestaciones por desempleo, la asistencia social, y las prestaciones familiares y por vivienda en el 60º mes de percepción de prestaciones. Los hijos tienen 4 y 6 años y no se contemplan prestaciones o costes por cuidado de los hijos.

8) Media de las tasas brutas de reemplazamiento de las prestaciones por desempleo para dos niveles de ingresos, tres situaciones familiares y tres duraciones del paro. Luxemburgo no está incluido.

ración de las prestaciones por desempleo. En consecuencia, para lograr una mayor utilización del factor trabajo en la zona del euro es necesario que prosigan las reformas de los sistemas fiscales y de prestaciones sociales. Estas reformas han de contemplar una menor tributación del factor trabajo y ajustes en las prestaciones pecuniarias pagadas a los parados, si esta ayuda reduce los incentivos a buscar trabajo.

En general, además de incrementar los incentivos relacionados con los sistemas fiscales y de presta-

ciones sociales, se podría fomentar la oferta de trabajo, entre otras cosas, mediante acuerdos laborales más flexibles, suficientes guarderías y mayores oportunidades de educación y formación.

PROTECCIÓN LEGAL DEL EMPLEO

Los países de la zona del euro han realizado avances en materia de protección legal del empleo, especialmente mediante la flexibilización de los contratos temporales. Por ejemplo, la proporción de jóvenes con empleos temporales en la zona del euro se elevó hasta el 50,3% en el 2006, frente al

41% en el año 1996. Al mismo tiempo, el nivel de protección legal del empleo indefinido se ha reducido sólo ligeramente desde el año 1990. Para el conjunto de la zona del euro, el indicador de protección legal del empleo temporal, de la OCDE, ha bajado desde 3,1 en el año 1990 hasta 2,2 en el 2003, mientras que el indicador relativo al empleo indefinido ha descendido desde 2,7 en el año 1990 hasta sólo 2,5 en el 2003¹⁵. Sin embargo, este indicador presenta una limitación: no recoge los cambios en el nivel de protección legal del empleo de las pequeñas empresas. La mayor flexibilidad de los contratos temporales debería haber incrementado especialmente las oportunidades de empleo para los trabajadores de más edad, las mujeres y los jóvenes, cuya posibilidad de ser contratados suele verse más afectada por un alto nivel de protección legal del empleo. En efecto, para las empresas el coste de una contratación insatisfactoria es mayor en un contexto de elevada protección del empleo, por lo que pueden decidir evitar contratar a trabajadores cuyas capacidades no se aprecian inmediatamente (por ejemplo, jóvenes sin experiencia laboral y mujeres que vuelven al trabajo después de haberlo abandonado durante una temporada). Al mismo tiempo, el aumento del porcentaje de contratos temporales ha sido criticado, por acrecentar la dualidad del mercado de trabajo, con la posibilidad de que se produzcan, a largo plazo, repercusiones negativas para la productividad, por ejemplo, si disminuye la inversión en la educación y formación de los trabajadores temporales¹⁶. Así pues, es importante reformar la regulación de los contratos fijos, en caso de que afecte negativamente a los incentivos a la contratación.

FLEXIBILIDAD SALARIAL

En la última década, el grado de centralización y cobertura de la negociación salarial no ha experimentado grandes cambios, mientras que se observaba un ligero descenso de la densidad sindical, es decir, el porcentaje de asalariados afiliados a un sindicato¹⁷. Por otro lado, como se indica en la sección 3, en los diez últimos años los agentes que intervienen en la negociación salarial parecen haber entendido que un menor aumento de los salarios fomenta la creación de empleo, lo que ha desembocado, en algunos casos, en acuerdos tripartitos

explícitos, y ha favorecido la moderación salarial. A esta evolución habrán contribuido también las presiones sobre los salarios inducidas por la globalización y el incremento de la inmigración en la zona del euro. Asimismo, la adopción, en algunos países de la zona del euro, de normas relativas a los salarios inferiores al salario mínimo puede haber contribuido a reducir el perjuicio que supone para el empleo juvenil la existencia de salarios mínimos, favoreciendo el descenso de la tasa de paro de los jóvenes en la última década. De ocho países de la zona del euro en los que existe el salario mínimo, cinco han adoptado normas relativas a los salarios inferiores al salario mínimo para los jóvenes. En general, los salarios mínimos afectan negativamente al empleo, si son demasiado elevados.

Por último, en la pasada década, las reformas directamente relacionadas con los mercados de trabajo de la zona del euro han estado acompañadas por un aumento generalizado de la competencia en los mercados de productos, como consecuencia del incremento de la privatización, de la apertura de las industrias de red y de los esfuerzos por reducir la carga administrativa y los costes de establecimiento de las empresas¹⁸. Por otro lado, en la última década se ha logrado, indudablemente, un mayor grado de integración del mercado interior y de los mercados financieros de la UE. Todas estas reformas y sus interacciones han tendido a apuntalar la tendencia general hacia la creación de empleo observada en la zona del euro desde mediados de los años noventa.

15 El indicador sin ponderar presenta un intervalo de valores comprendidos entre 0 y 6. Los valores más altos corresponden a una regulación más estricta.

16 Para un análisis más amplio del tema, véanse *OECD Employment Outlook 2006* y O. Blanchard y A. Landier, «The perverse effects of partial labour market reform: fixed-term contracts in France», *Economic Journal*, vol. 112, 2002, pp. 214-244.

17 Se dispone de datos de este indicador sólo hasta el 2000. Entre los años 1998 y 2000, el índice sin ponderar de centralización de la negociación salarial en la zona del euro, de la OCDE, se elevó, desde 3 hasta 3,2. Al mismo tiempo, la afiliación sindical se redujo, desde el 38% en el año 1990 hasta el 33% en el 2000, como resultado, principalmente, de su evolución en Alemania. Para más detalles, véase *OECD Employment Outlook 2004*.

18 Los índices de regulación de los mercados de productos en la zona del euro, de la OCDE, han disminuido, desde 2,1 en el año 1998 hasta 1,5 en el 2003 (media sin ponderar). El indicador presenta un intervalo de valores comprendidos entre 0 y 6. Los valores más altos corresponden a una regulación más estricta.

A lo largo de la pasada década, los gobiernos y los agentes sociales de los países de la zona del euro han tomado cada vez más conciencia de la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales, y han multiplicado las iniciativas en este sentido. Sin embargo, los avances realizados en la aplicación de las reformas estructurales han presentado disparidades entre los distintos países de la zona del euro. Algunos países han tenido menos éxito con las reformas de gran alcance, tal y como indican el nivel de desempleo todavía inaceptablemente alto y las bajas tasas de actividad. Los países de la zona del euro deberán seguir desarrollando una intensa labor, encaminada a reducir sus elevados niveles de desempleo e incrementar su competitividad. A este respecto, habrán de redoblar los esfuerzos por aumentar los incentivos al empleo para los trabajadores con remuneraciones más bajas y los parados, y por flexibilizar la regulación del mercado de trabajo, en caso de que limite las oportunidades de empleo para los jóvenes, las mujeres y los trabajadores de más edad. Además, será necesario emprender nuevas reformas en lo que respecta a la regulación de los mercados de productos, con el fin, por ejemplo, de proseguir el proceso de apertura de las industrias de red. También habrán de adoptarse medidas adicionales, diseñadas para reducir la carga administrativa y los costes de establecimiento de las empresas, de conformidad con las resoluciones del Consejo Europeo de primavera del 2006.

5 CONCLUSIONES

En la última década, el funcionamiento de los mercados de trabajo de la zona del euro ha experimentado una mejora generalizada, que ha estado acompañada por una evolución moderada de los salarios y por ciertos avances en las reformas estructurales. Considerando la evolución pasada, los países de la zona del euro han tomado cada vez más conciencia

de la necesidad de hacer frente a los retos que plantean la creciente competencia internacional, el envejecimiento de la población y los cambios tecnológicos. A estos efectos, han intensificado las reformas, esforzándose por incrementar la confianza y vencer la resistencia al cambio. En general, la modificación de las características estructurales de los mercados de trabajo, junto con una mayor flexibilidad y con la consiguiente capacidad de absorber perturbaciones económicas, ha contribuido a reducir la inflación y a potenciar la estabilidad económica en la zona del euro. Sin embargo, siguen existiendo importantes impedimentos estructurales, que explican por qué las tasas de paro son todavía inaceptablemente altas, y la participación en el mercado de trabajo demasiado baja, según los estándares internacionales. Será preciso superar unos retos considerables, que difieren entre los países. Estos desafíos exigirán una mayor apertura y determinación para modificar el status quo, así como los hábitos de las empresas y de los trabajadores.

Para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo, será fundamental acometer una serie de reformas nacionales especialmente adaptadas a las necesidades de cada país. Estas reformas habrán de llevarse a cabo en los mercados de trabajo y de productos, y deberán ir acompañadas por reformas financieras y fiscales. Al mismo tiempo, será necesario redoblar los esfuerzos por conseguir un mercado interno de bienes y servicios completo y profundo en la UE, y por fomentar la I+D y la innovación. Esta serie de reformas globales deberá incluir medidas encaminadas a incrementar, en particular, las oportunidades de empleo para los jóvenes, las mujeres y los trabajadores de más edad. Así pues, será esencial que cada uno de los países de la zona del euro elimine las distorsiones específicas de sus mercados y que lleve a la práctica, con todo rigor, las medidas anunciadas en los programas nacionales de reformas, que son la pieza clave de la estrategia de Lisboa.



LA EXPANSIÓN DE LA ECONOMÍA CHINA EN PERSPECTIVA

La expansión de la economía china en el último cuarto de siglo ha sido una de las más vigorosas de la historia mundial. Tras años de rápida expansión, este país se ha convertido en el tercer mayor exportador mundial y en un socio comercial clave de la zona del euro. Junto con las ventajas netas que, tanto a escala nacional como mundial, ha traído consigo, esta rápida expansión también ha planteado desafíos en materia de política económica y desequilibrios estructurales internos y externos. En la actualidad, estos desequilibrios están relacionados con los riesgos de una abundante liquidez, del exceso de capacidad en algunos sectores y de la acumulación de superávit por cuenta corriente, y parecen vinculados a un régimen cambiario estrictamente dirigido y a un elevado volumen de ahorro interno, entre otros factores. Si bien existe un amplio consenso en que las perspectivas a corto plazo de China son favorables, las autoridades han reconocido la necesidad de realizar ajustes en las políticas económicas para garantizar que esas perspectivas también sigan siendo favorables a largo plazo. Lograr un mayor equilibrio entre las condiciones de la demanda y la oferta internas sería coherente con una corrección gradual y ordenada de los desequilibrios mundiales a medio plazo.

I INTRODUCCIÓN

La irrupción de China en la escena económica mundial supone una de las transformaciones económicas más profundas de las últimas décadas. Desde principios de los años noventa, en que comenzaron a intensificarse las reformas orientadas al mercado y las medidas para abrir la economía a la competencia internacional, el PIB de China ha registrado tasas de crecimiento interanual muy notables para una economía de sus dimensiones. La participación del país en el producto mundial aumentó desde el 1,7% en 1990 hasta el 5% en el 2005 y, desde entonces, este rápido crecimiento ha ocasionado que pasara de ser la undécima mayor economía en 1990 (medido en dólares estadounidenses a tipos de cambio corrientes) a convertirse en la cuarta economía del mundo en el año 2005, la segunda si se consideran las diferencias de poder adquisitivo¹. En sólo 15 años, el PIB real per cápita se ha duplicado desde un nivel comparable al de India, otra economía que ha experimentado un crecimiento superior a la media durante el período.

Los logros más importantes de la expansión económica de China se examinan de forma sucinta en la sección 2. Esta expansión ha traído consigo muchos beneficios y oportunidades tanto para el propio país —por ejemplo un aumento del nivel de vida y del bienestar— como para la economía mundial —por ejemplo un mayor crecimiento potencial, del comercio y la competencia y un descenso de los precios de las importaciones de manufacturas—. No obstante, también plantea nuevos desafíos, especialmente a largo plazo, a medida que el país se convierta en un competidor cada vez más fuerte en

los mercados mundiales y ascienda con rapidez en la escala tecnológica. Además, ante este rápido desarrollo, las autoridades económicas chinas se enfrentan también al problema de cómo controlar mejor la situación de las políticas económicas internas.

El presente artículo se centra en los desafíos macroeconómicos que se están planteando en China y que influyen directamente en el entorno exterior de la zona del euro, dado el peso específico de China en el comercio mundial. Estos desafíos, que se analizan en la sección 3, se refieren principalmente al desequilibrio en el crecimiento de la demanda interna y a los elevados y crecientes superávits que registra la balanza de pagos. En la sección 4 se argumenta —al hilo de las discusiones recientes sobre las políticas, tanto en China como en la comunidad internacional— que esos desafíos guardan relación, al menos en parte, con el régimen de tipo de cambio fijo que se aplica de facto. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 LOGROS ECONÓMICOS

La rápida expansión de la economía china es el resultado de una combinación de factores estruc-

¹ Las cifras revisadas más recientes indican que el PIB nominal de China a tipos de cambio de mercado era de 2,2 billones de dólares en 2005, frente a los 12,5 billones de dólares de Estados Unidos, los 10 billones de dólares de la zona del euro y los 4,6 billones de dólares de Japón, según los datos de la publicación del FMI *Perspectivas de la Economía Mundial*. En términos nominales, el PIB de China suponía el 5% del PIB mundial en el 2005, frente al 28% y el 22,4% que representaban el PIB de Estados Unidos y la zona del euro, respectivamente. En términos de la paridad del poder adquisitivo, Estados Unidos representaba el 20,1% del PIB mundial en 2005, por delante de China (15,4%) y de la zona del euro (14,8%).

turales y de decisiones en materia de política económica. Por lo que se refiere a los primeros, China se ha beneficiado de una tasa de acumulación de capital excepcionalmente alta. La formación real bruta de capital fijo ha aumentado más de un 13% interanual desde 1990, sobrepasando sistemáticamente el crecimiento del PIB real, mientras que el peso de la inversión en el PIB nominal se incrementó desde alrededor del 25% en 1990 hasta casi el 41% en 2005. A su vez, estas elevadas tasas de acumulación de capital se han visto respaldadas por un elevado ahorro, equivalente en la actualidad a casi la mitad del PIB nominal. Un notable incremento de la productividad del trabajo, medida por el PIB por trabajador, en especial en el sector manufacturero, ha sido otro importante motor del crecimiento. A China le ha beneficiado su mano de obra barata, abundante y relativamente bien cualificada. Además, la especialización e integración creciente del comercio en Asia —la denominada «cadena de producción asiática»— también se ha traducido en ganancias de competitividad, productos más baratos y, en última instancia, mayor volumen de comercio y aceleración del crecimiento².

Las reformas internas adoptadas durante la década de los noventa han reducido progresivamente el peso del sector público en la economía y han transformado la estructura del sector industrial. En 1994, el 82% del valor añadido de la industria lo generaba el sector público a través de las empresas estatales y de propiedad colectiva. En el 2005, este porcentaje se había reducido hasta alrededor del 41%, mientras que aumentó el peso de las empresas privadas y de propiedad extranjera³. También se han producido aumentos de la productividad gracias a la mayor exposición de las empresas chinas a la competencia extranjera a través del comercio y las transferencias de tecnología que se producen mediante la inversión extranjera directa y la agrupación temporal de empresas con inversores extranjeros. La apertura al comercio, medida por la proporción de exportaciones más importaciones en el PIB aumentó del 27% en 1990 al 69% en el 2005, observándose una aceleración especialmente pronunciada tras el ingreso del país en la OMC en el año 2001. El grado de apertura de la economía china es hoy día notablemente mayor

que el de muchas economías avanzadas y mercados emergentes⁴. Aunque el comercio de bienes intermedios para procesamiento y ensamblaje⁵ representa una gran proporción de los intercambios comerciales de China —hasta el 44%, según datos oficiales— es también el sector en el que la transferencia tecnológica es más importante.

El rápido crecimiento ha transformado profundamente la estructura económica de China como lo demuestra, por ejemplo, el espectacular cambio experimentado en la composición sectorial de la producción. Dado que la productividad del sector agrícola (medida por el PIB por trabajador) supone sólo una quinta parte de la del total de la economía, China es uno de los países con el diferencial de productividad más alto entre la agricultura y el resto de la economía. Como reflejo de esta diferencia en los salarios, se ha producido un fenómeno de migración masiva de mano de obra del sector rural y de los sectores estatales de la economía hacia sectores más productivos, como las manufacturas, los servicios y las empresas privadas.

Aunque alrededor del 40% de la población activa todavía trabaja en el sector agrícola, este porcentaje se ha reducido espectacularmente desde casi el 71% registrado en 1978. La participación del sector primario en el PIB nominal también se ha reducido, pasando del 28% en 1978 al 13% en el 2005. Sin embargo, el valor añadido por trabajador en el sector agrícola todavía sigue siendo menor que en muchas economías comparables, de lo

2 En muchos estudios recientes se ha tratado de determinar si el crecimiento económico de China tiene su principal origen en los incrementos de la productividad total de los factores o en la mayor utilización de dichos factores (se presenta una estimación en el recuadro 1 del informe de los expertos del FMI sobre la Consulta del Artículo IV con China del año 2005). Véase un resumen de los estudios disponibles en O. Blanchard y F. Giavazzi (2006): «Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach», CEPR Discussion Paper n.º 5403). En la mayoría de estos estudios se llega a la conclusión de que la productividad total de los factores sigue siendo un factor determinante del crecimiento del PIB, aunque su tasa de crecimiento se ha reducido últimamente.

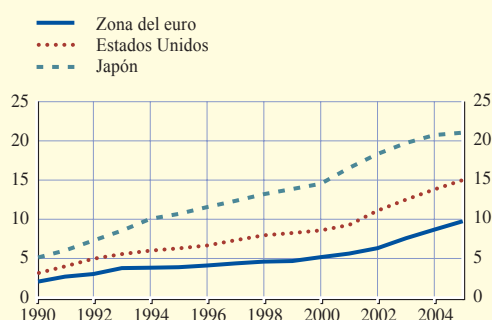
3 Véase también OCDE (2005), *Economic Survey of China*, capítulo 2.

4 La apertura de China al comercio exterior en 2005 fue mayor que la media de los países de América Latina (45%) y se situó significativamente por encima de la correspondiente a la zona del euro (39%), Japón (28%) y Estados Unidos (26%).

5 Definido como el procesamiento de bienes intermedios importados que se convierten en consumos intermedios para la producción de bienes reexportados.

Gráfico 1 Participación de las importaciones procedentes de China

(en porcentaje de las importaciones totales de cada economía)



Fuente: FMI, Direction of Trade Statistics.

que se deduce que China tiene grandes oportunidades para incrementar la producción y la productividad en este sector.

Además de las ventajas evidentes a escala nacional, el rápido crecimiento de China ha tenido un impacto tremendo sobre el resto del mundo. China es uno de los principales motores del crecimiento mundial y contribuye en torno a un tercio de la expansión del PIB real mundial desde el año 2000. China es también uno de los principales exportadores mundiales, con una participación de alrededor del 6,6% en las exportaciones totales en 2005. Es, asimismo, uno de los principales receptores de inversión extranjera del mundo, ya que en el año 2005 absorbió alrededor del 25% del total de la inversión extranjera directa (IED) que recibieron las economías emergentes. La cuota de exportación de China ha aumentado de forma constante a lo largo del tiempo, especialmente en las economías avanzadas. Entre 1990 y el 2005 China incrementó su cuota de mercado en cada una de las tres principales economías del mundo: desde el 2% al 9,8% en la zona del euro, desde el 3,1% al 15% en Estados Unidos y desde el 5,1% al 21% en Japón (véase gráfico 1)⁶. Durante el mismo período, China incrementó también su importancia como mercado de destino de las exportaciones de las economías industriales. Actualmente concentra el 3,5% de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona y el 4,6% de las de Estados Unidos (frente a algo más del 1% en ambos casos en

1990), mientras que su participación en las exportaciones japonesas se incrementó desde alrededor del 2% en 1990 hasta el 13,5% en 2005. Como resultado, China registra en la actualidad abultados superávits comerciales frente a la zona del euro y, especialmente, frente a Estados Unidos.

Los aumentos de las cuotas de mercado de China en Estados Unidos y en la zona del euro se han compensado, en gran medida, con las pérdidas registradas por otras economías de Asia, como Japón. Por ejemplo, en la zona del euro, las importaciones de Japón se redujeron desde alrededor del 9% del total en 1990 hasta el 4,7% en el 2005. En conjunto, en los diez últimos años, la cuota de mercado total de Asia en la zona del euro ha variado muy poco.

Aunque las importaciones provenientes de China constituyen un desafío, en particular, para los sectores productivos de otras economías industriales especializados en manufacturas tradicionales con uso intensivo de mano de obra, en los que China tiene una ventaja competitiva, en términos netos, el dinamismo chino ha sido mutuamente beneficioso tanto para la propia China como para la economía mundial. Por ello, a las economías de la zona del euro les interesa que en China se produzca una transición sin sobresaltos hacia una economía más equilibrada y abierta.

China es el tercer país de origen de las importaciones de la zona del euro, con un 9,8% del total, lo que supone una rápida convergencia con el Reino Unido (12%) y con Estados Unidos (10,3%). La zona del euro se ha convertido en un mercado clave para los productos chinos, ya que absorbe casi el 15% de sus exportaciones, el porcentaje más alto después de Estados Unidos y por delante de Japón. Las exportaciones de la zona del euro a China casi se triplicaron entre los años 2000 y 2005, incrementándose de forma mucho más rápida que las exportaciones al resto del mundo. Asimismo, la inversión en China ha permitido a las empresas europeas seguir siendo competitivas, en la medida en que han logrado acceder a consumos intermedios a

6 Estos porcentajes se calculan utilizando la base de datos de la Direction of Trade Statistics, del FMI y se refieren, exclusivamente, al comercio exterior de bienes.

precios competitivos y penetrar en un mercado en rápido crecimiento como es el chino. Al mismo tiempo, la apertura de los mercados europeos a las exportaciones de China ha sido un factor clave para el desarrollo de este país. Además, la inversión de las empresas europeas ha proporcionado bienes de equipo, conocimientos y tecnología que han ayudado a China a desarrollar su capacidad productiva.

La expansión industrial de China ha creado también una demanda aparentemente insaciable de importaciones de materias primas, productos intermedios y bienes de equipo, que está teniendo un impacto considerable sobre la economía mundial. China es actualmente el segundo consumidor mundial de energía, además de ser uno de los principales consumidores de muchos otros productos básicos y metales y, en los tres últimos años, ha concentrado más del 50% del crecimiento de la demanda mundial de estos productos. Como resultado, países exportadores de materias primas, como Chile, Brasil, Australia y Canadá han visto aumentar sus exportaciones de estos productos. La demanda de productos intermedios y bienes de equipo por parte de China ha beneficiado también a otras economías de su entorno, como Japón, Corea y Taiwán. Por último, China ha tenido un impacto significativo sobre los precios mundiales. La demanda de materias primas por parte de este país ha presionado al alza sus precios. Al mismo tiempo, las exportaciones chinas, con sus precios competitivos, han ayudado a frenar las presiones inflacionistas en las economías industriales. En cualquier caso, no siempre resulta fácil calibrar el efecto neto de estas tendencias contrapuestas⁷.

El crecimiento de los salarios a escala mundial podría también haberse moderado como resultado de la competencia de China y del incremento de la oferta mundial de mano de obra resultante de la integración de este país en la economía mundial. La aparición en escena de la economía china ha cambiado el equilibrio mundial entre el factor trabajo, que es abundante en este país, y el capital físico, que es escaso. La teoría económica sugiere que el precio relativo de la mano de obra debería bajar y que el del capital debería aumentar como resultado. Aunque China puede no haber sido el

único factor determinante de esta evolución, es interesante señalar que la caída de la proporción que representan los salarios en el PIB y el aumento en los porcentajes de beneficio observado a escala mundial en los últimos años son coherentes con lo que predice la teoría.

3 DESAFÍOS MACROECONÓMICOS

La reciente experiencia de crecimiento de China ha venido marcada por profundos cambios estructurales en la composición de la demanda interna. Estos cambios, que han sido, en parte, resultado de opciones deliberadas de política económica, han planteado también una serie de desafíos macroeconómicos para las autoridades chinas. En particular, los desequilibrios externos han aumentado significativamente, sobre todo desde el año 2004, debido, al menos en parte, a un descenso del peso del consumo en el PIB y al aumento del ahorro interno. Además, se ha reducido el producto marginal del capital y se observan riesgos derivados del exceso de capacidad en algunos sectores. Por otra parte, la economía se ha tornado cada vez más dependiente de la inversión y de las exportaciones como motores del crecimiento. Las autoridades chinas han reconocido estos problemas, en particular, la necesidad de reequilibrar la composición de la demanda interna entre consumo e inversión. La comunidad internacional ha subrayado también que reequilibrando la demanda interna en China se contribuiría de forma importante a una corrección ordenada de los desequilibrios mundiales.

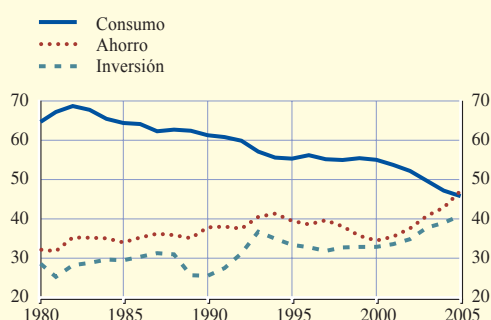
CONSUMO, AHORRO Y DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

Aunque el crecimiento del consumo interno en China ha sido sólido, durante muchos años se ha mantenido por debajo de los niveles registrados por el

⁷ En la literatura se observa, en general, que la aparición de productores con costes reducidos se ha traducido en una caída de la inflación importada en las economías desarrolladas, aunque las estimaciones del impacto exacto de este fenómeno varían sensiblemente de unos estudios a otros. Por ejemplo, el FMI llega a la conclusión de que la globalización ha reducido la inflación en las economías avanzadas, en promedio, en 0,25 puntos porcentuales anuales en la última década. Véase capítulo III de la edición de abril del 2006 de *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI. Véase también N. Pain, I. Koske y M. Sollie (2006), «Globalisation and Inflation in the OECD Economies», OECD Economics Department Working Papers, n.º 524.

Gráfico 2 Consumo, ahorro e inversión

(en porcentaje del PIB nominal)



Fuente: FMI, base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial.

Gráfico 3 Activos exteriores netos¹⁾

(mm de dólares estadounidenses; datos trimestrales)



Fuente: Base de datos NiGEM.

1) Los datos posteriores al 2004 se basan en estimaciones realizadas por el Instituto Nacional de Investigación Económica y Social.

total de la economía. Como resultado, la proporción que representa con respecto al PIB se ha reducido constantemente a lo largo del tiempo (véase gráfico 2); el porcentaje actual del 46% es significativamente inferior, por ejemplo, al 86% observado en Estados Unidos, al 78% de la zona del euro, al 71% de India y al 67% de Corea. Consecuentemente, el descenso del porcentaje del PIB que representa el consumo se ha compensado con un rápido crecimiento del ahorro. El ahorro interno total equivale, aproximadamente, a la mitad del PIB de China, una de las tasas más altas entre las economías de esta dimensión y este nivel de desarrollo⁸.

No es extraño que en las economías que se encuentran en proceso de convergencia se produzca un aumento del ahorro bruto y una caída del consumo, y se ha argumentado que, en el caso de China, era de esperar un comportamiento similar. No obstante, la tasa de ahorro de China es elevada se mire por donde se mire, y ha permitido financiar los altos y crecientes niveles de formación de capital que han caracterizado el crecimiento del país en los últimos decenios. A medida que se ha abierto la brecha entre el ahorro interno y la inversión, los desequilibrios externos de China han aumentado también, como lo reflejan los elevados y crecientes superávit comercial y por cuenta corriente y el incremento de las reservas de divisas. La balanza comercial aumentó hasta registrar un supe-

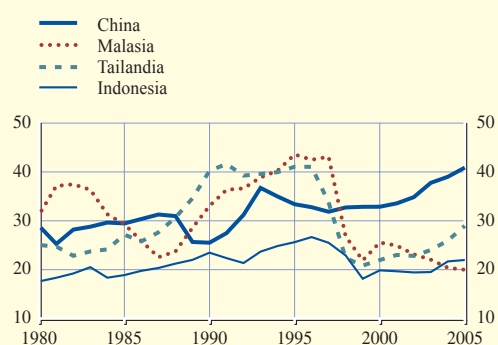
ravit récord de 134 mm de dólares en el año 2005 (6% del PIB). Los activos exteriores netos también se han incrementado y el país se ha convertido en proveedor neto de capital para el resto del mundo, situación poco habitual para una economía emergente (véase gráfico 3). Además, como una elevada proporción del saldo vivo de los activos exteriores del país está constituida por reservas de divisas en forma de activos en dólares, China se ha convertido también en una importante fuente de financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

Los desequilibrios externos de China han sido objeto de una gran atención en los últimos tiempos, entre otras razones por el papel que desempeñan en la acumulación de desequilibrios mundiales. Sin embargo, estos desequilibrios son un síntoma de debilidad estructural interna, que guardan relación con el comportamiento del país en materia de ahorro y consumo. Numerosos estudios han tratado de explicar cuáles son los factores estructurales determinantes del ahorro en China. Existe un amplio consenso en que el aumento del ahorro ha tenido su origen en una combinación de diversos factores, en particular: i) un descenso de la renta disponible como porcentaje del PIB, que se co-

⁸ Este porcentaje se ha incrementado de forma acusada, desde sólo un 32% en 1980, debido al crecimiento del ahorro tanto privado como público.

Gráfico 4 Peso de la inversión en el PIB de algunas economías emergentes de Asia

(en porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial.

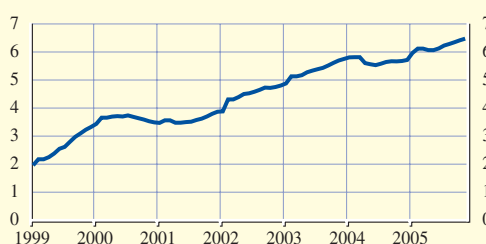
responde estrechamente con la caída del peso que representa el consumo⁹; ii) un incremento del ahorro por motivo precaución, debido a la necesidad de proporcionar servicios tales como atención de la salud, educación básica y pensiones, dado que, como resultado de la reestructuración de las empresas públicas, el sector público no presta dichos servicios en cantidad suficiente; iii) la debilidad del sistema financiero que impone limitaciones al endeudamiento y al acceso de los hogares a los préstamos destinados al consumo, y iv) las tendencias demográficas, en particular, la caída de la tasa de dependencia¹⁰. En última instancia, para reducir de forma duradera los desequilibrios externos es necesario un ajuste de los factores subyacentes que determinan estas tendencias estructurales.

INVERSIÓN Y RIESGOS DEL EXCESO DE CAPACIDAD

La inversión agregada ha aumentado rápidamente en los últimos años, tanto en volumen como en porcentaje del PIB, hasta convertirse en el principal motor del crecimiento total, con una contribución de alrededor del 50% al crecimiento del PIB real en los últimos cinco años. La proporción del PIB nominal que representa la inversión también ha aumentado notablemente en la última década, hasta alcanzar el 41% en el 2005, lo que supone un máximo histórico en términos regionales y un nivel comparable al registrado en varias otras eco-

Gráfico 5 Rentabilidad empresarial

(beneficios netos en porcentaje de los activos; datos mensuales)



Fuente: Base de datos CEIC.

nomías del sudeste asiático antes de la crisis de 1997-98 (véase gráfico 4).

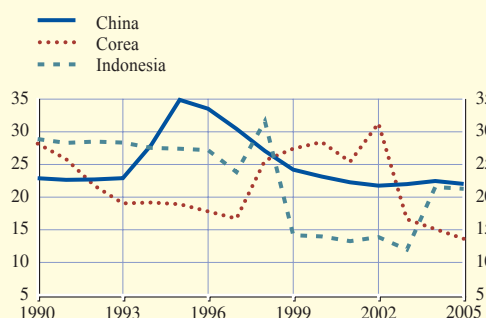
El crecimiento sostenido de la inversión y el hecho de que ésta represente un porcentaje cada vez mayor del PIB no son factores por sí mismos indicativos de riesgos derivados del exceso de capacidad. En principio, el rápido crecimiento de la inversión podría tener su origen en una respuesta racional de las empresas ante la demanda actual y futura. Las elevadas ratios de inversión sobre el PIB también son comunes en las economías en proceso de convergencia. Ceteris paribus, las economías en rápido crecimiento necesitan acumular capital de forma relativamente más rápida para mantener constante el volumen de capital como porcentaje del PIB.

9 A su vez, la caída del porcentaje del PIB que representa la renta disponible refleja un débil crecimiento de los salarios y un descenso de las rentas de la inversión como porcentaje del PIB. El primero de estos factores está relacionado con la disponibilidad de un volumen considerable de mano de obra no utilizada en la economía. El segundo guarda relación con los bajos tipos de interés de los depósitos, que han sido el principal medio de ahorro de los hogares. La política de bajos dividendos y la reducida base de accionistas también han impedido a los hogares beneficiarse del incremento de la riqueza empresarial. Véase FMI, Regional Economic Outlook, mayo 2006.

10 Según datos del Banco Mundial, la tasa de dependencia de China era del 45% en el 2003, frente al 67% en 1980. En comparación, India y México registraban una tasa de dependencia del 60% en el 2003 (fuente: World Economic Indicators). No obstante, según las proyecciones, dicha tasa volverá a repuntar en China a partir del año 2010, para situarse en torno al 65% en el 2050, principalmente como resultado del programa de control de la natalidad aplicado desde 1979 (la «política de un solo hijo»; véase Naciones Unidas, World Population Prospects: The 2004 Revision Population Database).

Gráfico 6 Producto marginal del capital¹⁾

(en porcentaje)



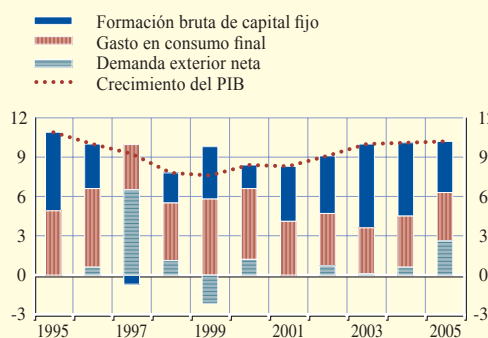
Fuente: FMI, base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial.
1) Calculado como $100 \cdot (\text{FBCF} / \Delta \text{PIB})$, siendo FBCF la formación bruta de capital fijo.

Los índices de rentabilidad empresarial han sido, en general, sólidos en China, mientras que el exceso de inversión debería haber conducido a un exceso de producción, a una caída de los precios y a una reducción de los beneficios (véase gráfico 5). Sin embargo, otros índices de eficiencia del capital, como el producto marginal del capital, han experimentado recientemente un descenso, lo que sugiere que se ha producido una caída de la productividad de la inversión adicional (véase gráfico 6). Se ha argumentado que esas caídas son de esperar tras un período prolongado de crecimiento de la inversión. Además, aunque las diferencias en la clasificación de la inversión según los países impiden que la comparación internacional sea totalmente adecuada, el producto marginal del capital en China en el año 2005 seguía siendo comparable a los niveles registrados en Corea e Indonesia.

En un país con una baja ratio de capital-trabajo, una caída del producto marginal del capital puede también ser indicativa de una asignación ineficiente de este factor de producción. Una proporción importante de la inversión china se financia a través de beneficios no distribuidos. Además, los mercados financieros chinos todavía se encuentran en una fase de desarrollo incipiente: la gran mayoría de los activos financieros son intermediados por el sistema bancario. El mercado bursátil

Gráfico 7 Contribuciones al crecimiento del PIB

(en porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística de China.

está relativamente poco desarrollado. Los valores cotizados, como las obligaciones de empresa, son insignificantes. Otros servicios financieros, incluidos los seguros, también están relativamente poco desarrollados, de lo que se deduce que los aumentos de eficiencia en la asignación de los recursos que traería consigo la promoción de productos e intermediarios financieros más desarrollados podrían ser, en potencia, muy elevados.

Por ramas de producción, los datos sugieren que el riesgo de exceso de capacidad podría ser más significativo en algunos sectores de la economía china. Por ejemplo, la siderurgia y el sector del automóvil —que, en conjunto, representan más del 15% de la producción industrial total— han experimentado un rápido crecimiento tanto en la producción como en las existencias, un cambio de signo en los intercambios comerciales (ahora registran exportaciones netas) y, al mismo tiempo, una significativa caída de los precios, de los beneficios y de las tasas de utilización de la capacidad productiva, factores todos ellos que, en conjunto, podrían considerarse como indicativos de una inversión excesiva. Este problema puede no ser detectado por los indicadores agregados de eficiencia del capital (como el producto marginal del capital o los indicadores de rentabilidad empresarial), porque el creciente exceso de capacidad en esos sectores se compensa, en parte, con la falta de inversiones en otros sectores,

como las infraestructuras públicas y rurales, el transporte y la agricultura.

Las autoridades chinas son conscientes de este problema y, al inicio del 2005, identificaron varios sectores en los que el exceso de capacidad era acusado y concentraron en ellos una serie de medidas administrativas encaminadas a frenar su acumulación¹¹. La evidencia más reciente apunta a una desaceleración del crecimiento de la inversión en el segundo semestre del 2006, especialmente en los sectores más afectados por un exceso de capacidad. No obstante, la inversión sigue siendo el principal factor determinante del crecimiento del PIB.

REEQUILIBRAR EL CRECIMIENTO

Al reducirse la proporción del PIB que representa el consumo, el crecimiento de China se ha hecho cada vez más dependiente de la inversión y de la demanda exterior (véase gráfico 7). Se ha argumentado que la excesiva dependencia de la inversión y de las exportaciones como motores del crecimiento no es deseable desde el punto de vista de las autoridades económicas chinas. Los elevados niveles de inversión pueden dar lugar a excesos de capacidad, a caídas de los precios y de los beneficios empresariales y a un aumento de los préstamos impagados con repercusiones para la estabilidad financiera. La excesiva dependencia de las exportaciones expone a la economía a una situación de riesgo frente a cambios súbitos de las condiciones de la demanda exterior. Por lo tanto, una forma importante de atenuar estos riesgos sería reequilibrar los factores que actualmente determinan el crecimiento reduciendo el peso de la inversión y las exportaciones y potenciando el consumo.

Las autoridades chinas han reconocido este desafío en varias ocasiones. Por ejemplo, en el XI Programa Quinquenal adoptado en marzo del 2006 instan, de forma explícita, a que se reequilibre la economía¹². Además, el banco central ha destacado constantemente en sus medidas de política recientes la necesidad de desacelerar la inversión y estimular el consumo. De cara al futuro, es posible que las medidas de política introducidas hasta la fecha para frenar la liquidez y el crecimiento de los préstamos puedan contener la inversión e im-

pulsar temporalmente el consumo. No obstante, las decisiones en materia de consumo, ahorro e inversión reflejan factores estructurales e institucionales. El FMI ha recomendado varias reformas estructurales para estimular un incremento más duradero del consumo y lograr un crecimiento más equilibrado del PIB a medio plazo. Entre ellas destacan las reformas fiscales para reducir la incertidumbre que rodea a la prestación de servicios sociales básicos, como pensiones y atención de la salud, y la reforma del sector financiero, a fin de promover una asignación más eficiente de los recursos, eliminar las restricciones de liquidez y garantizar unas buenas perspectivas de crecimiento a largo plazo. Estas medidas de política reducirían el ahorro por motivo precaución y estimularían el consumo, lo que permitiría que la demanda interna en China fuese más autosostenida.

Esta combinación de recomendaciones en materia de política cuenta con el amplio respaldo de la comunidad internacional. De hecho, las reformas estructurales de carácter interno para promover un mayor equilibrio entre la demanda y la oferta en la economía son también coherentes con una corrección gradual y ordenada de los desequilibrios mundiales a medio plazo.

4 POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

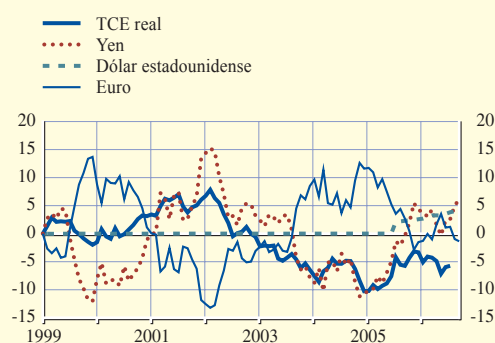
El mantenimiento de un tipo de cambio fijo frente al dólar estadounidense ha sido uno de los pilares del modelo de desarrollo chino. Lo que es discutible es si el hecho de que el renminbi haya estado vinculado al dólar ha servido también para estimular el comercio exterior en el modelo chino de crecimiento sustentado en las exportaciones. Hay

11 Se adoptaron medidas, entre otros, en los sectores del automóvil, la siderurgia, los metales ferrosos y la electricidad. Dichas medidas consistieron en instrucciones a los bancos para restringir los préstamos, promover la concentración industrial y controlar las licencias de apertura. También se aplicaron medidas similares a la industria del cemento, el carbón, el aluminio y el coque.

12 Un objetivo clave del plan, que explica el programa de políticas del gobierno para el quinquenio 2006-2010, es el de «mantener un crecimiento equilibrado y bastante rápido» (capítulo 1). También en el comunicado de la Quinta Sesión Plenaria del XVI Comité Central del PCC, de 11 de octubre de 2005, se subraya la necesidad de avanzar hacia un crecimiento «menos intensivo en energía, recursos y capital».

Gráfico 8 Tipo de cambio del renminbi

(variación porcentual acumulada desde enero de 1999; un movimiento ascendente corresponde a una apreciación)



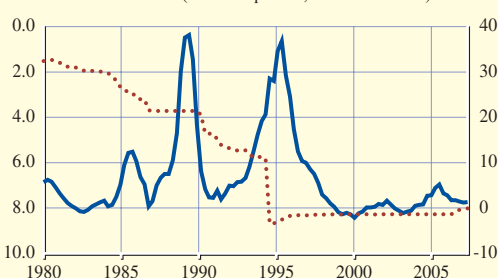
Fuente: FMI, International Financial Statistics.

quienes sostienen que dicho vínculo no se ha traducido en la creación de comercio, ya que no ha traído consigo estabilidad cambiaria en términos efectivos. De hecho, pese a la existencia del vínculo, el tipo de cambio efectivo real (TCER) ha experimentado fuertes oscilaciones en los últimos años, como consecuencia de la volatilidad del dólar —y, por ende, del renminbi— frente a las monedas de algunos de los principales socios comerciales de China, como el euro y el yen japonés (gráfico 8). Así pues, dado que China registra un gran volumen de flujos comerciales con Europa y Japón, en principio, el vínculo con el dólar podría haber dado lugar a una desviación del comercio con Europa y Japón que habría favorecido a Estados Unidos¹³. En consonancia con este argumento, la correlación entre el TCER del renminbi y la balanza por cuenta corriente de China sólo habría sido débil.

Históricamente, este vínculo cambiario ha sido un elemento importante de las políticas de estabilización de las últimas décadas. Junto con otras reformas estructurales que han permitido abrir la economía china a la competencia y han liberalizado los mecanismos de fijación de precios para la mayor parte de bienes y servicios, el vínculo cambiario ha contribuido a estabilizar la inflación en los últimos años. En China, la inflación medida por el IPC, se ha reducido significativamente desde la introducción de las reformas cambiarias de 1994

Gráfico 9 Tipo de cambio del renminbi e inflación del IPC

Inflación IPC (porcentajes; escala derecha)
RMB/USD (escala izquierda, escala invertida)



Fuente: Base de datos NiGEM.

y, desde entonces, se ha mantenido en niveles relativamente estables (véase gráfico 9).

Sin embargo, en los últimos tiempos resulta más evidente la problemática de mantener una paridad fija frente al dólar estadounidense. Este argumento se sustenta en la hipótesis de la «trinidad imposible», según la cual es insostenible que un país mantenga simultáneamente un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente en un entorno de libre flujo de capitales. Hasta la fecha, en China ha sido posible vincular el tipo de cambio sin detrimento de la política monetaria mediante el control de la cuenta financiera y manteniendo restricciones a los flujos de capital transfronterizos. Ello ha permitido retener un cierto grado de autonomía monetaria mediante la aplicación de medidas administrativas, como las exigencias de reservas sobre los depósitos y la llamada política de «orientación al crédito», que tiene por objeto controlar el crecimiento del crédito interno destinado a ciertos sectores.

Sin embargo, los controles de capitales tienden a perder eficacia con el tiempo. El aumento de las entradas de capitales, agravado por los abultados superávits por cuenta corriente han exacerbado el dilema entre tipo de cambio fijo y autonomía mo-

13 M. Obstfeld (2006), «The Renminbi's Dollar Peg at the Crossroads», CEPR Discussion Paper n.º 5771.

netaria. China registró un superávit por cuenta corriente de 161 mm de dólares en 2005 (7,2% del PIB), a lo que hay que sumar el hecho de que las entradas netas de recursos financieros ayudaron a incrementar aún más el superávit total de la balanza de pagos. Las entradas netas de IDE ascendieron, en promedio, a casi un 5% del PIB en cada uno de los cinco años anteriores a la crisis asiática. Desde entonces se han reducido, pero se situaron aún en 71 mm de dólares en el 2005 (3,2% del PIB). Otros flujos de capital —probablemente de carácter más especulativo— aumentaron significativamente en el año 2004 (hasta 91 mm de dólares), pero se han tornado negativos desde entonces.

En conjunto, los superávit gemelos que presenta la balanza de pagos de China son una fuente de presiones que estimulan la apreciación del tipo de cambio del renminbi, si bien se compensan con repetidas intervenciones oficiales en los mercados de divisas. La intervención oficial, definida como la variación del saldo de reservas, fue de 207 mm de dólares en el 2005, o lo que es lo mismo, del 9,3% del PIB, tendencia que se ha mantenido en el año 2006. Como resultado, el saldo de las reservas de divisas prácticamente se ha multiplicado por seis desde comienzos del año 2000, hasta alcanzar la cifra de un billón de dólares estadounidenses en octubre de 2006, las más cuantiosas del mundo, equivalente a más del 600% de la deuda externa a corto plazo¹⁴.

A lo largo del tiempo, el Banco Central de la República Popular China ha realizado operaciones de mercado abierto a gran escala a fin de esterilizar, en parte, la expansión monetaria interna causada por la intervención en el mercado de divisas. De forma aproximada, se estima que la institución esteriliza actualmente alrededor de dos tercios del aumento de las reservas y que, en septiembre del 2006, el saldo vivo de los bonos de esterilización se situaba en torno al 40% de las reservas oficiales. La mayor parte de esta deuda tenía un vencimiento inferior a un año.

No obstante, la esterilización entraña algunos costes que, probablemente, se incrementarán de forma más que proporcional a medida que aumente el saldo de reservas. Es posible que se registren considerables pérdidas de capital en el balance de la

autoridad monetaria, debido a los efectos de valoración de dicho saldo, si se permite que se aprecie el tipo de cambio, aunque la relevancia de este canal es objeto de debate en la literatura. También puede repercutir en la rentabilidad de los bancos y la estabilidad del sector financiero, ya que el rendimiento de los bonos de esterilización se ha reducido, en algunos casos, por debajo de los niveles a los que los bancos remunerar los depósitos. De forma más general, la subordinación de la política monetaria a la política cambiaria obstaculiza los avances en la liberalización de los tipos de interés, que es clave para el desarrollo de un mecanismo de transmisión eficaz de la política monetaria. También podría verse retrasada la creación de instituciones nacionales sólidas responsables de la formulación independiente de las políticas, al tiempo que la economía podría verse cada vez más expuesta a perturbaciones externas. Este la vulnerabilidad, en particular, irá adquiriendo cada vez más importancia a medida que avance la integración de China en la economía mundial.

A pesar de las crecientes ratios de esterilización, estas intervenciones —que en términos de magnitud y duración son singulares en la historia del sistema monetario internacional— han estimulado el crecimiento de la liquidez en la economía. Este crecimiento se demuestra por el dinámico aumento del agregado M2, que ha sobrepasado sistemáticamente el objetivo oficial, lo que ayuda a explicar el sólido crecimiento de la inversión registrado en los últimos años. Esta situación justificaría llevar a cabo una serie de reformas, tanto de las políticas estructurales para reducir los elevados niveles de ahorro, como del marco de la política monetaria, a fin de permitir una mayor flexibilidad cambiaria y la posible apreciación de la divisa china que reequilibre la economía hacia una senda más sostenible a nivel interno y externo.

Una preocupación es que la flexibilidad cambiaria pueda incidir negativamente en el sistema financiero, dada la protección que hasta ahora le han brindado los controles de capitales, ya que no ha

14 Véase un análisis exhaustivo de los principales retos que plantean los superávit gemelos de la balanza de pagos de China en la publicación del Banco Central de la República Popular China *Financial Stability Review*, septiembre del 2005, parte II, página 17.

desarrollado todavía herramientas adecuadas de cobertura frente al riesgo cambiario. De hecho, esto ha sido un problema en varios países en los que los cambios súbitos en la cotización de su divisa han supuesto un lastre para empresas y bancos con posiciones no cubiertas en moneda extranjera. No obstante, este riesgo parece limitado en China, ya que el nivel total de exposición de las empresas nacionales al riesgo cambiario es relativamente pequeño de acuerdo a los estándares internacionales¹⁵. Mientras se mantengan los actuales controles de capitales, el sistema bancario también estaría protegido frente a cambios súbitos de dirección de los flujos de capital extranjeros que provocarían fuertes variaciones del tipo de cambio. En realidad, una mayor flexibilidad cambiaria podría facilitar la liberalización de la cuenta financiera, en la medida en que prepararía a la economía para hacer frente, gradualmente, a un incremento de los flujos de capital transfronterizos. La experiencia de economías como Chile e Israel confirma la importancia de aplicar una secuencia correcta para la reforma cambiaria y la convertibilidad de la cuenta financiera¹⁶.

En el caso de China, una mayor flexibilidad cambiaria mejoraría las decisiones de inversión y estimularía la capacidad adquisitiva de los consumidores. Combinada con las reformas fiscales adecuadas para reducir la incertidumbre que rodea a la prestación de servicios públicos básicos, así como con un mayor desarrollo financiero que permitiera eliminar las restricciones de liquidez, estas medidas reducirían el volumen de ahorro por motivo precaución y estimularían el consumo, con lo que la demanda china sería más autosostenida y dependería menos de las exportaciones. La mayor flexibilidad cambiaria fomentaría una asignación más eficiente de los recursos entre los sectores de bienes comerciables y no comerciables, respaldaría un crecimiento económico interno más equilibrado y, además, facilitaría la reforma del sector financiero y la liberalización de la cuenta financiera, que son objetivos clave de la política económica de las autoridades chinas.

China ha avanzado en este frente con las reformas cambiarias adoptadas a partir del 21 de julio de 2005. Las autoridades han permitido una ligera

apreciación nominal y han hecho hincapié en su determinación de avanzar hacia un régimen cambiario más orientado al mercado. También han adoptado medidas para desarrollar el mercado de divisas y, en varias ocasiones a lo largo del año 2006, han aprovechado la flexibilidad que ofrecen las actuales bandas de fluctuación para permitir una mayor apreciación del renminbi. Estas medidas han sido bien recibidas y han de considerarse como parte de un proceso más amplio que está en marcha. La falta de avances significativos podría dar lugar a un retroceso derivado del aumento de las disputas comerciales y del proteccionismo en las economías desarrolladas.

Una mayor flexibilidad cambiaria sería beneficiosa no sólo a nivel nacional sino también para el resto del mundo, en la medida en que facilitaría una redistribución de los flujos comerciales internacionales y contribuiría a un ajuste gradual de los desequilibrios mundiales a medio plazo. Por este motivo, la comunidad internacional ha alentado a China a consolidar las medidas adoptadas desde el verano del 2005 y a impulsar que las fuerzas del mercado desempeñen un papel más importante en la determinación del tipo de cambio¹⁷. Con toda probabilidad, ello entrañaría una apreciación más significativa y ordenada del renminbi frente a las principales divisas con tipos flexibles, que la economía china podría resistir sin problemas. También contribuiría a fomentar unas condiciones de demanda más equilibradas y unas perspectivas de crecimiento económico más sólidas a nivel interno.

5 CONCLUSIONES

La aparición de China en la escena económica mundial ha tenido un impacto tremendo sobre el crecimiento y el comercio internacionales, pero también ha planteado una serie de desafíos tanto a

15 E. Prasad, T. Rumbaugh y Q. Wang (2005), «Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China», FMI, Policy Discussion Paper 05/01.

16 Véase Obstfeld (2006), op. cit.

17 Véase, por ejemplo, el comunicado de los ministros de Economía y Hacienda y de los gobernadores de los bancos centrales del G-7, emitido el 23 de septiembre de 2005, que se puede consultar en <http://www.ustreas.gov/press/releases/fs2943.htm>.

nivel interno como externo. Aunque las perspectivas a corto y medio plazo siguen siendo favorables, las autoridades chinas han reconocido la necesidad de proceder a ciertos ajustes de las políticas económicas, en particular, para tratar de lograr una estructura de crecimiento de la demanda interna más equilibrada. La promoción de unas condiciones de demanda y oferta más equilibra-

das, del papel de los mercados financieros en la determinación de los precios de los activos internos y un nuevo avance hacia una apreciación más significativa y ordenada del renminbi frente a otras monedas, incluidas las principales divisas con tipo de cambio flexible, también serían coherentes con una corrección gradual y ordenada de los desequilibrios mundiales en el medio plazo.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2007 CON LA INCORPORACIÓN DE ESLOVENIA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2007 se refieren a la Euro 13 (la zona del euro, que incluye Eslovenia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001 y el 2007, calculadas tomando como base los años 2000 y 2006, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia y de Eslovenia, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovenia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet ([http://: www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html)).

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ²⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ³⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	.	.	.	-	.	.	3,08	3,86
2006 I	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,2	2,61	3,56
II	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,0	2,90	4,05
III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,6	3,22	3,97
IV	.	.	.	-	.	.	3,59	3,86
2006 Jul	7,4	8,2	7,8	8,1	11,1	15,7	3,10	4,10
Ago	7,2	8,4	8,2	8,2	11,3	15,7	3,23	3,97
Sep	7,2	8,4	8,5	8,4	11,5	16,1	3,34	3,84
Oct	6,2	8,2	8,5	8,8	11,2	17,3	3,50	3,88
Nov	6,5	8,8	9,3	.	11,2	.	3,60	3,80
Dic	.	.	.	.	.	.	3,68	3,90

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

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 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	3,7	48,2	-202,3	156,9	320,1	103,0	105,2	1,2441
2006	.	.	.	.	.	103,4	105,7	1,2556
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	2,8	6,9	-38,2	22,6	325,0	104,3	106,5	1,2743
IV	.	.	.	.	.	104,5	106,9	1,2887
2006 Jul	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,6	1,2684
Ago	-1,0	-2,8	-7,6	-15,0	326,4	104,4	106,6	1,2811
Sep	0,6	4,1	-21,2	36,6	325,0	104,2	106,4	1,2727
Oct	0,1	4,7	-12,8	23,2	325,5	103,7	105,9	1,2611
Nov	.	.	.	.	327,0	104,4	106,7	1,2881
Dic	.	.	.	.	.	105,6	108,0	1,3213

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 15 dic	2006 22 dic	2006 29 dic	2006 5 ene
Oro y derechos en oro	174.056	174.015	176.768	176.821
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	143.578	146.966	142.291	144.021
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	25.211	22.865	23.402	22.448
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	11.236	11.550	11.967	12.419
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	440.000	441.498	450.540	450.501
Operaciones principales de financiación	320.001	321.498	330.452	330.499
Operaciones de financiación a plazo más largo	119.999	120.000	120.000	120.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	0	88	2
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	10.414	10.797	11.360	12.885
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	78.386	77.984	77.614	80.723
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	39.927	39.912	39.359	39.359
Otros activos	215.446	216.734	217.679	215.239
Total activo	1.138.254	1.142.321	1.150.980	1.154.416

2. Pasivo

	2006 15 dic	2006 22 dic	2006 29 dic	2006 5 ene
Billetes en circulación	613.890	628.011	628.238	619.263
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	176.279	177.226	174.051	180.865
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	176.259	177.196	173.482	178.700
Facilidad de depósito	19	29	567	69
Depósitos a plazo	0	0	0	2.096
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	1	2	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	84	87	65	133
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	95
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	53.943	40.510	53.354	61.338
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	16.162	16.948	16.614	16.098
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	87	88	89	160
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.224	11.856	12.621	11.937
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.701	5.701	5.582	5.611
Otros pasivos	73.566	73.561	73.788	70.531
Cuentas de revalorización	123.721	123.721	121.991	121.990
Capital y reservas	64.597	64.612	64.587	66.395
Total pasivo	1.138.254	1.142.321	1.150.980	1.154.416

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2006 13 Sep	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
8	3 92.532	372	303.000	3,25	3,31	3,32	7
15	403.488	368	304.000	3,25	3,31	3,32	7
22	392.901	371	321.500	3,25	3,30	3,31	7
29	385.957	343	308.000	3,25	3,30	3,31	7
6 Dic	374.364	333	329.000	3,25	3,30	3,31	7
13	383.656	344	320.000	3,50	3,55	3,56	7
20	388.526	370	321.500	3,50	3,58	3,58	8
28	379.862	373	330.500	3,50	3,58	3,68	7
2007 4 Ene	395.644	348	330.500	3,50	3,57	3,58	6
10	381.305	375	310.500	3,50	3,55	3,56	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 23 Dic ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 Mar	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 Abr	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 Jun	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 Jul	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 Ago	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 Sep	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 Oct	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 Nov	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 Dic	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
					Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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
12 Dic	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006 I	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8	
II	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3	
2006 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	
Sep	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8	
Oct ²⁾	15.421,0	8.133,9	615,2	1.965,1	1.264,5	3.442,4	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 I	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
II	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
III	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
2006 10 Oct	166,3	167,0	0,7	0,0	3,03
7 Nov	166,2	167,0	0,8	0,0	3,30
12 Dic	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 16 Ene ³⁾	174,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 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
7 Nov	327,4	311,9	120,0	0,1	0,0	0,1	0,0	592,8	60,2	-60,6	167,0	759,8
12 Dic	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- En el cálculo de las exigencias de reservas de las entidades de crédito de la zona del euro para el período de mantenimiento que termina en enero del 2007 se utiliza la base de reservas de finales de octubre del 2006, por lo que en él se incluyen las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovenia. En el caso de las cifras relativas a la base de reservas de finales de octubre del 2006, las entidades de crédito radicadas en otros países de la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades radicadas en Eslovenia.
- Debido a la adopción del euro por parte de Eslovenia el 1 de enero de 2007, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 12 países que integraban entonces la zona del euro para el período comprendido entre el 13 y el 31 de diciembre del 2006 y las exigencias de reservas de los 13 países que forman parte ahora de la zona para el período comprendido entre el 1 y el 16 de enero de 2007.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 I	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
II	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
2006 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	1.521,6	694,2	20,3	0,6	673,2	206,5	179,9	2,2	24,4	-	16,5	348,5	14,8	241,1
Oct	1.532,3	699,2	20,4	0,6	678,2	210,5	182,8	2,2	25,5	-	16,8	350,3	14,9	240,7
Nov ^(p)	1.532,1	689,8	20,4	0,6	668,9	215,9	188,0	2,4	25,5	-	17,0	350,5	14,8	244,0
IFM, excluido el Eurosistema														
2004	21.355,4	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.188,1	1.299,9	465,5	1.422,7	72,6	945,5	2.943,4	159,6	1.220,9
2005	23.653,0	13.684,0	826,9	8.287,4	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.672,0	165,7	1.540,9
2006 I	24.358,8	14.024,0	816,3	8.551,5	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.096,6	3.850,2	166,3	1.553,2
II	24.722,0	14.323,9	809,3	8.784,3	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.109,1	3.872,9	167,9	1.573,6
2006 Jul	24.900,1	14.439,5	806,2	8.859,0	4.774,4	3.601,0	1.385,0	612,4	1.603,5	86,2	1.111,7	3.956,7	168,2	1.536,9
Ago	24.926,5	14.447,8	800,9	8.874,1	4.772,8	3.585,6	1.362,6	609,4	1.613,6	89,4	1.115,4	3.961,4	168,4	1.558,5
Sep	25.371,9	14.611,2	804,2	8.982,4	4.824,5	3.601,1	1.354,4	618,2	1.628,5	88,6	1.133,5	4.105,0	168,9	1.663,7
Oct	25.561,7	14.667,6	806,1	9.038,7	4.822,9	3.614,1	1.340,8	632,8	1.640,5	93,9	1.152,2	4.217,5	169,6	1.646,8
Nov ^(p)	25.940,5	14.789,9	804,0	9.121,0	4.864,9	3.623,1	1.336,7	637,2	1.649,3	91,1	1.188,7	4.307,0	170,4	1.770,3

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 I	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
II	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
2006 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	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
Oct	1.532,3	613,3	454,0	53,4	20,1	380,5	-	0,1	211,7	31,1	222,1
Nov ^(p)	1.532,1	617,2	443,3	52,0	19,9	371,4	-	0,1	212,7	33,2	225,6
IFM, excluido el Eurosistema											
2004	21.355,4	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.203,1	2.815,0	1.675,6
2005	23.653,0	-	12.214,6	149,2	7.214,2	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.052,7
2006 I	24.358,8	-	12.419,6	148,1	7.322,0	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.158,7
II	24.722,0	-	12.708,7	138,1	7.512,7	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.171,9
2006 Jul	24.900,1	-	12.750,8	129,6	7.517,2	5.103,9	713,5	4.095,8	1.395,6	3.779,3	2.165,3
Ago	24.926,5	-	12.723,6	121,1	7.521,6	5.080,8	721,8	4.125,9	1.400,8	3.793,8	2.160,5
Sep	25.371,9	-	12.884,7	147,8	7.615,0	5.121,9	728,0	4.160,6	1.404,9	3.905,2	2.288,4
Oct	25.561,7	-	12.890,8	138,5	7.636,6	5.115,7	729,1	4.211,4	1.414,4	4.003,0	2.313,0
Nov ^(p)	25.940,5	-	13.022,0	140,7	7.698,9	5.182,4	720,3	4.242,8	1.437,5	4.012,3	2.505,5

Fuente: BCE.

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2004	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.892,3	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	4.009,0	180,4	1.708,2
2006 I	18.475,4	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	784,5	4.199,2	181,0	1.737,5
II	18.738,2	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,4	1.573,1	602,3	786,6	4.216,6	182,5	1.762,5
2006 Jul	18.867,3	9.686,2	826,5	8.859,6	2.173,3	1.558,7	614,6	792,5	4.309,3	183,0	1.723,1
Ago	18.883,3	9.696,0	821,2	8.874,7	2.153,2	1.541,6	611,5	791,1	4.310,3	183,2	1.749,6
Sep	19.262,0	9.807,7	824,6	8.983,1	2.154,6	1.534,3	620,4	802,3	4.453,5	183,7	1.860,2
Oct	19.438,3	9.865,7	826,4	9.039,3	2.158,6	1.523,6	635,0	820,4	4.567,9	184,5	1.841,3
Nov ^(p)	19.750,8	9.946,0	824,3	9.121,7	2.164,3	1.524,7	639,6	829,3	4.657,4	185,2	1.968,6
Operaciones											
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.606,3	711,2	12,8	698,4	154,9	75,3	79,6	50,2	448,2	1,4	240,4
2006 I	597,9	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	67,6	206,5	-0,2	29,1
II	367,0	235,5	-7,2	242,7	13,3	-15,6	28,9	9,5	86,1	1,5	21,0
2006 Jul	114,8	72,5	-3,8	76,3	-4,8	-16,6	11,7	1,6	84,2	0,3	-38,9
Ago	21,1	12,4	-5,3	17,7	-21,9	-21,3	-0,6	-4,9	8,3	0,2	27,1
Sep	361,6	117,3	6,1	111,2	-1,7	-10,4	8,7	13,8	123,8	0,7	107,7
Oct	171,1	59,8	2,6	57,3	5,4	-9,0	14,3	15,6	109,2	0,8	-19,7
Nov ^(p)	384,5	89,7	-1,9	91,6	8,8	0,8	8,0	5,9	152,7	0,7	126,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2004	15.723,6	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.051,6	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.892,3	532,8	173,6	7.228,8	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.258,9	13,7
2006 I	18.475,4	532,3	193,1	7.337,0	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.365,3	22,6
II	18.738,2	553,7	207,4	7.534,2	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.381,4	14,0
2006 Jul	18.867,3	562,7	194,3	7.536,5	627,3	2.470,2	1.274,0	3.810,3	2.376,6	15,3
Ago	18.883,3	559,0	184,8	7.536,6	632,4	2.489,2	1.271,6	3.825,5	2.375,3	9,0
Sep	19.262,0	563,2	203,0	7.631,1	639,4	2.507,8	1.268,8	3.939,0	2.508,5	1,2
Oct	19.438,3	567,1	191,9	7.656,7	635,3	2.545,5	1.277,5	4.034,2	2.535,1	-4,8
Nov ^(p)	19.750,8	571,5	192,7	7.718,8	629,2	2.568,1	1.273,8	4.045,6	2.731,2	20,0
Operaciones										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,3	64,4	10,8	498,1	-3,0	213,5	88,2	448,0	337,1	-50,8
2006 I	597,9	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	240,6	87,7	34,5
II	367,0	21,4	15,2	204,8	14,9	64,9	4,4	19,4	16,7	5,3
2006 Jul	114,8	9,0	-13,1	2,5	12,6	16,6	20,7	79,7	-14,2	1,1
Ago	21,1	-3,7	-9,5	0,6	4,2	23,4	-5,0	20,3	-4,6	-4,7
Sep	361,6	4,2	18,2	94,1	-3,8	15,4	1,0	108,2	134,9	-10,5
Oct	171,1	3,9	-11,1	25,6	-1,0	37,1	5,8	93,8	24,8	-7,8
Nov ^(p)	384,5	4,4	0,8	68,6	15,0	30,3	-6,7	66,6	173,4	32,0

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

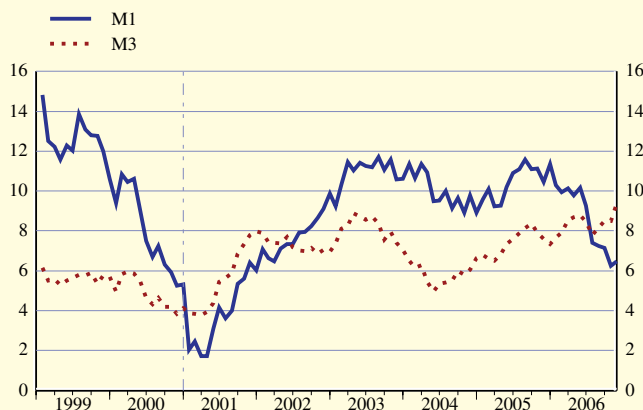
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Préstamos		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	9.556,8	8.281,4	455,8	
2006 I	3.496,6	2.722,5	6.219,1	1.007,5	7.226,6	-	5.142,0	2.439,1	9.909,9	8.561,6	442,0	
II	3.564,3	2.779,0	6.343,3	1.028,0	7.371,3	-	5.223,6	2.391,4	10.140,7	8.755,5	481,1	
2006 Jul	3.545,9	2.804,9	6.350,7	1.036,3	7.387,0	-	5.282,2	2.378,7	10.251,7	8.836,0	500,9	
Ago	3.571,0	2.836,7	6.407,7	1.057,8	7.465,5	-	5.296,3	2.370,3	10.333,3	8.908,0	479,5	
Sep	3.592,1	2.882,1	6.474,1	1.087,9	7.562,1	-	5.316,1	2.368,7	10.442,2	8.999,5	503,3	
Oct	3.585,3	2.909,0	6.494,2	1.082,9	7.577,1	-	5.364,0	2.358,2	10.529,4	9.055,4	518,7	
Nov ^(p)	3.609,3	2.939,0	6.548,2	1.090,7	7.638,9	-	5.391,4	2.344,1	10.597,7	9.116,3	604,7	
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	-	396,8	92,6	831,8	699,4	1,9	
2006 I	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	337,0	267,0	-19,6	
II	70,3	60,0	130,2	27,6	157,8	-	106,0	-28,0	250,2	203,7	56,4	
2006 Jul	-18,4	26,0	7,5	11,4	19,0	-	49,1	-15,5	107,8	82,1	9,8	
Ago	25,0	32,4	57,4	21,0	78,3	-	16,0	-12,6	83,0	74,6	-19,2	
Sep	20,3	44,3	64,6	21,4	86,0	-	19,5	-1,9	114,3	94,4	9,7	
Oct	-6,8	27,0	20,2	-2,1	18,1	-	44,6	-8,0	85,5	56,9	11,5	
Nov ^(p)	25,3	33,7	59,0	22,9	81,9	-	39,5	-14,2	77,9	70,0	94,0	
Tasas de crecimiento												
2004 Dic	8,9	4,3	6,7	6,4	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	166,0	
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,8	4,0	9,5	9,2	1,9	
2006 Mar	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	2,0	11,6	10,9	-8,5	
Jun	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,6	11,0	-1,8	
2006 Jul	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,7	-0,7	11,8	11,1	3,0	
Ago	7,2	9,8	8,4	7,1	8,2	8,2	8,4	-1,4	12,0	11,3	-11,0	
Sep	7,2	9,9	8,4	9,3	8,5	8,4	8,2	-1,5	12,2	11,5	24,9	
Oct	6,2	10,8	8,2	10,2	8,5	8,8	8,2	-2,3	12,1	11,2	46,4	
Nov ^(p)	6,5	11,8	8,8	12,6	9,3	.	8,4	-3,9	11,9	11,2	179,6	

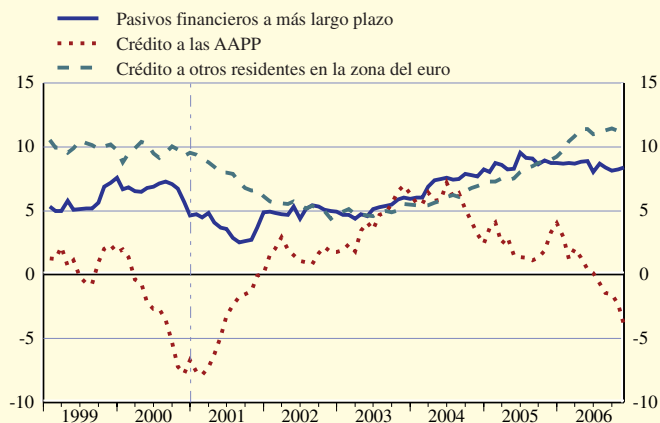
C1 Agregados monetarios

(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.

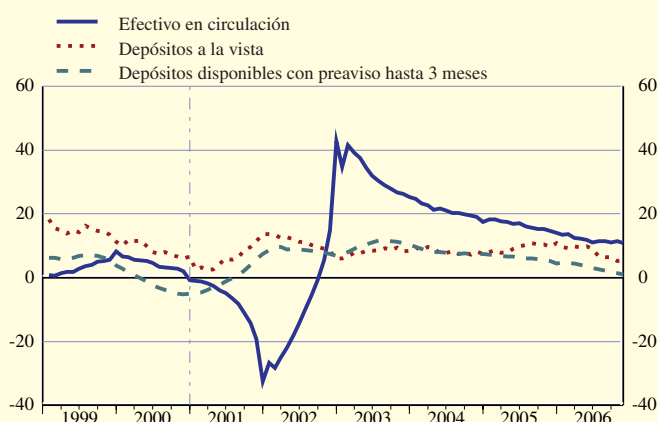
2.3 Estadísticas monetarias

(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

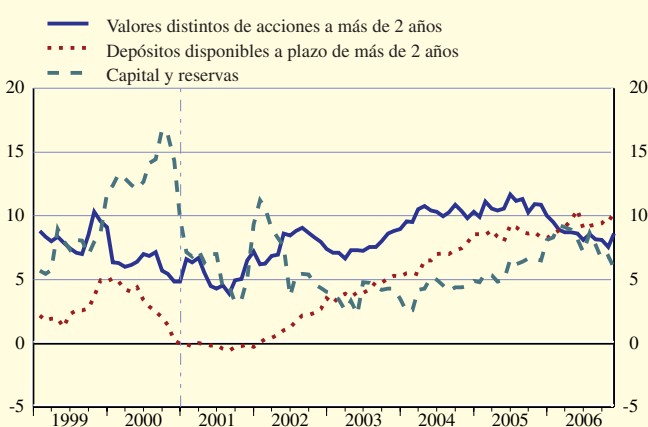
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con 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
II	547,8	3.016,6	1.215,6	1.563,4	247,2	619,0	161,7	2.290,5	92,2	1.601,0	1.239,9
2006 Jul	552,3	2.993,6	1.242,1	1.562,8	252,5	623,3	160,5	2.304,6	93,8	1.611,4	1.272,4
Ago	558,7	3.012,3	1.270,0	1.566,7	255,3	624,0	178,5	2.313,5	95,7	1.617,2	1.270,0
Sep	563,4	3.028,6	1.314,4	1.567,6	269,6	641,1	177,2	2.328,4	97,7	1.626,4	1.263,6
Oct	572,3	3.013,0	1.342,5	1.566,5	255,4	635,5	192,0	2.341,0	99,6	1.647,6	1.275,9
Nov ^(p)	574,5	3.034,7	1.377,7	1.561,2	257,2	633,7	199,8	2.360,8	101,7	1.651,6	1.277,3
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	113,9	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
II	2,2	58,0	59,6	0,3	7,1	17,0	3,5	58,0	3,8	42,1	2,2
2006 Jul	4,5	-22,9	26,6	-0,6	5,2	6,1	0,1	14,5	1,6	10,5	22,6
Ago	6,4	18,6	28,4	4,0	2,8	-0,2	18,3	13,0	1,9	5,9	-4,9
Sep	4,7	15,6	43,4	0,9	14,2	6,3	0,9	9,5	2,0	10,7	-2,7
Oct	8,9	-15,7	28,2	-1,2	-14,2	-2,5	14,7	12,1	1,9	21,1	9,4
Nov ^(p)	2,3	23,1	38,8	-5,1	1,7	19,5	1,7	33,6	2,1	5,4	-1,6
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	8,3	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
Jun	11,1	8,9	17,2	3,0	2,6	0,8	30,4	8,1	1,6	9,0	7,2
2006 Jul	11,5	6,7	18,9	2,5	4,7	0,7	29,8	8,6	4,1	9,2	8,6
Ago	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,8	42,3	8,2	7,1	9,3	7,8
Sep	11,0	6,5	21,5	1,8	12,3	1,2	43,6	8,1	10,7	9,4	6,5
Oct	11,4	5,3	24,2	1,4	8,3	2,0	54,0	7,6	13,8	10,0	6,9
Nov ^(p)	10,8	5,7	27,4	0,9	8,9	6,1	49,7	8,6	16,5	9,7	5,9

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



Fuente: BCE.

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



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

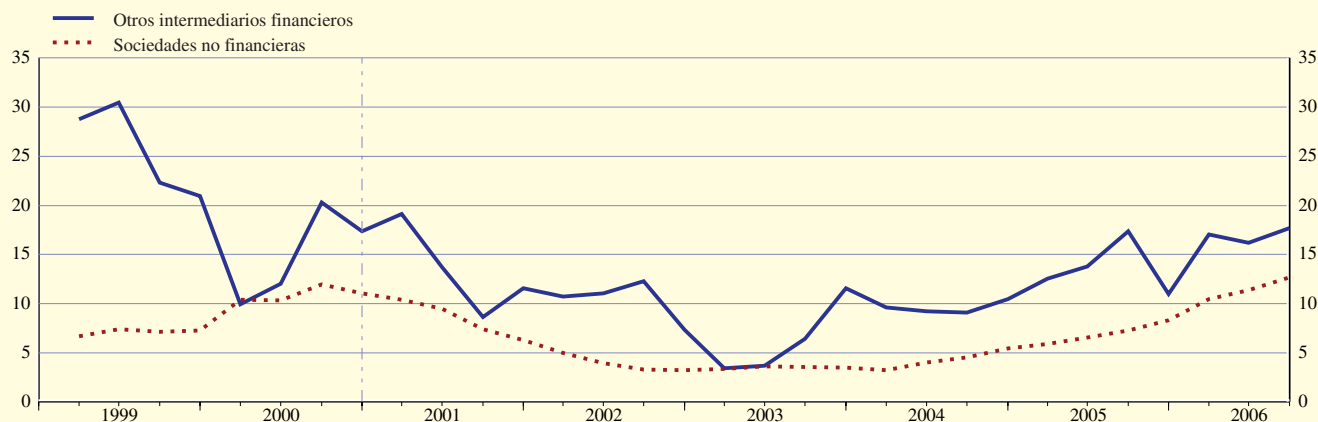
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ³⁾		Sociedades no financieras				
	total		total		total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8	
Saldos vivos									
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2	
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3	
2006 I	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,8	626,7	1.837,6	
II	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	650,9	1.890,5	
2006 Jul	90,1	64,4	667,0	407,8	3.685,4	1.110,9	668,0	1.906,6	
Ago	86,7	61,3	678,6	415,9	3.679,0	1.086,3	670,8	1.921,8	
Sep	89,5	63,4	702,3	437,7	3.730,0	1.108,2	682,6	1.939,2	
Oct	89,1	62,5	700,7	435,6	3.766,9	1.119,1	693,0	1.954,8	
Nov ^(p)	95,0	68,5	702,3	434,6	3.807,0	1.130,5	701,9	1.974,6	
Operaciones									
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2	
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6	
2006 I	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	27,0	35,8	46,1	
II	2,8	2,6	13,8	9,0	120,8	39,6	26,4	54,8	
2006 Jul	5,5	4,9	-4,9	-9,6	44,0	12,5	16,2	15,3	
Ago	-3,4	-3,2	11,8	8,2	-4,9	-24,3	3,7	15,7	
Sep	2,8	2,1	25,2	21,8	51,1	21,8	11,8	17,5	
Oct	-0,5	-1,0	-1,9	-2,2	37,5	10,8	10,6	16,1	
Nov ^(p)	6,1	6,2	4,4	0,7	44,5	12,7	10,0	21,8	
Tasas de crecimiento									
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,6	6,0	7,0	
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3	
2006 Mar	40,3	44,1	17,0	16,8	10,5	7,7	14,9	10,6	
Jun	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,4	
2006 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	37,1	48,6	17,7	19,5	12,7	10,5	20,6	11,4	
Oct	29,0	37,4	17,7	19,8	12,9	10,6	20,1	11,8	
Nov ^(p)	26,1	35,9	15,9	17,5	13,1	10,8	21,1	11,8	

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

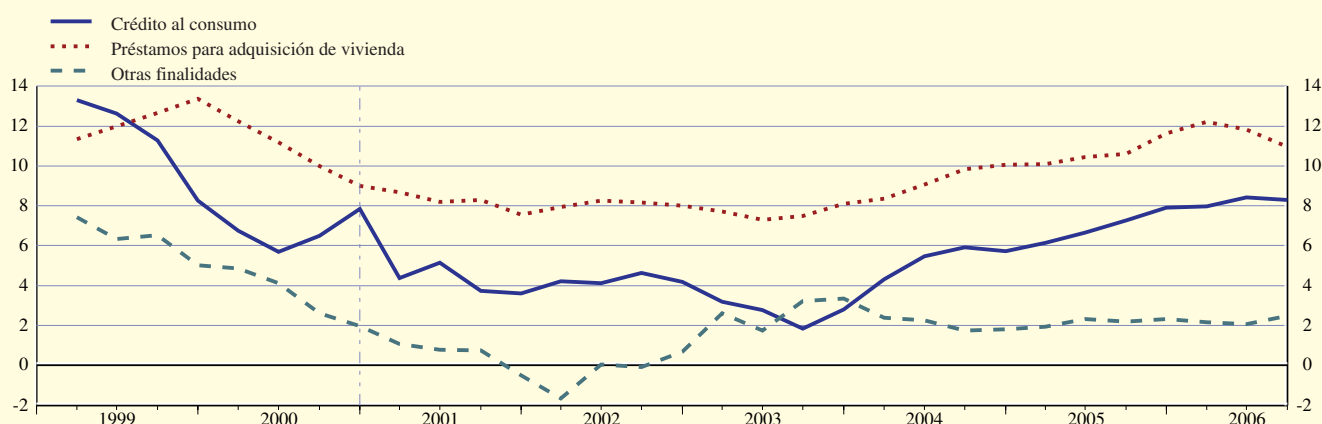
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares^{2), 3)}

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005	4.193,3	554,1	129,1	200,7	224,3	2.917,7	15,2	67,5	2.835,0	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 I	4.282,5	557,1	126,2	200,9	230,1	3.006,3	15,1	67,9	2.923,4	719,1	146,4	98,1	474,5
II	4.386,2	576,1	130,6	205,5	240,0	3.081,7	15,8	70,0	2.995,9	728,4	150,7	98,3	479,5
2006 Jul	4.416,4	579,6	131,2	206,0	242,3	3.110,4	15,8	70,4	3.024,2	726,4	146,8	98,5	481,2
Ago	4.429,8	580,1	130,2	205,5	244,4	3.124,7	15,8	70,5	3.038,5	725,0	145,5	98,5	481,0
Sep	4.460,7	582,7	131,0	206,3	245,3	3.149,2	16,5	70,9	3.061,8	728,8	146,9	99,2	482,7
Oct	4.482,0	584,1	132,7	206,2	245,2	3.168,5	15,7	71,3	3.081,5	729,4	146,3	99,4	483,7
Nov ^(p)	4.516,7	585,5	132,5	206,7	246,3	3.194,8	15,9	71,1	3.107,8	736,4	150,6	100,0	485,8
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	9,0	11,6	20,0	302,9	0,7	4,8	297,4	16,2	3,8	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	1,0
II	105,4	19,3	4,5	4,3	10,4	75,6	0,6	1,9	73,0	10,5	4,5	0,7	5,4
2006 Jul	31,7	3,9	0,8	0,5	2,6	29,2	0,0	0,5	28,7	-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	32,0	4,3	1,0	1,0	2,2	24,7	0,7	0,4	23,5	3,1	1,4	0,7	1,0
Oct	22,1	3,1	1,5	0,0	1,5	17,9	-0,4	0,3	17,9	1,2	-0,7	0,4	1,5
Nov ^(p)	36,6	2,4	0,2	0,6	1,5	27,0	0,3	-0,2	26,9	7,2	4,2	0,8	2,2
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	7,5	6,1	9,8	11,6	5,2	7,5	11,8	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Mar	9,8	8,0	5,9	5,8	11,1	12,2	6,9	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
Jun	9,6	8,4	6,2	4,8	13,1	11,8	7,5	8,1	12,0	2,1	0,8	2,4	2,4
2006 Jul	9,5	8,7	8,5	4,0	13,1	11,4	7,3	7,9	11,6	2,3	1,3	2,4	2,6
Ago	9,2	8,3	6,9	4,0	13,2	11,1	9,1	7,4	11,2	2,3	1,4	2,5	2,5
Sep	9,1	8,3	5,7	4,2	13,5	11,0	10,0	7,4	11,1	2,5	1,4	3,3	2,6
Oct	8,7	8,0	5,8	3,6	13,2	10,4	9,9	7,4	10,5	2,5	1,5	3,7	2,6
Nov ^(p)	8,7	7,9	6,4	3,5	12,6	10,2	10,9	6,5	10,3	3,1	2,4	3,9	3,1

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Con anterioridad a enero del 2003, los datos se recogían en marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Los datos mensuales anteriores a enero del 2003 se obtenían a partir de datos trimestrales.
- 3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

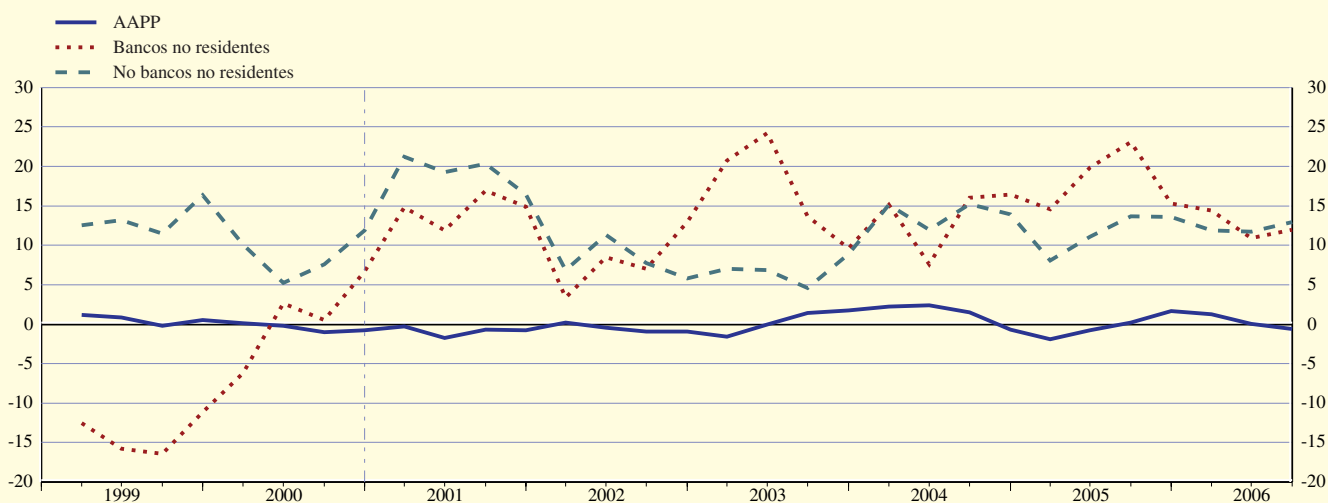
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 I	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
II	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,8	771,5	66,5	705,0
III ^(p)	804,2	102,1	230,1	438,9	33,1	2.740,7	1.923,4	817,3	67,4	750,0
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 I	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
III ^(p)	-3,0	-2,4	-4,3	2,7	1,1	124,9	79,3	45,5	0,2	45,3
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Mar	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
Jun	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep ^(p)	-0,6	-12,5	-7,9	7,1	1,3	12,3	12,0	13,0	4,3	13,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

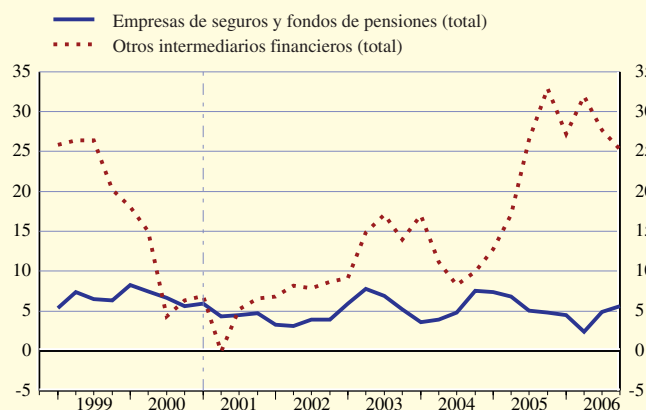
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 I	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
II	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
2006 Jul	633,0	65,3	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1.037,5	263,6	212,4	416,0	9,9	0,2	135,4
Ago	635,5	61,6	52,0	491,9	1,0	0,3	28,7	1.037,9	257,6	215,0	416,2	9,4	0,2	139,4
Sep	637,3	66,7	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.084,5	272,2	236,2	420,6	10,2	0,3	145,0
Oct	637,6	66,0	48,4	493,0	1,0	1,4	27,9	1.091,4	260,4	240,8	443,7	10,2	0,2	136,0
Nov ^(p)	635,0	63,6	50,4	491,5	1,0	1,4	27,2	1.113,9	271,2	243,9	450,5	10,8	0,2	137,1
Operaciones														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	178,4	40,1	37,3	99,2	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
II	12,9	3,0	-2,4	10,0	0,0	0,0	2,4	61,7	7,6	18,5	31,3	-0,1	0,1	4,3
2006 Jul	7,3	-3,3	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-10,7	-14,6	-0,9	9,1	-1,0	0,0	-3,4
Ago	2,5	-3,7	0,1	3,3	0,0	-1,1	3,8	0,1	-6,5	2,7	0,3	-0,4	0,0	4,0
Sep	1,7	5,0	-0,9	0,8	0,0	1,1	-4,3	46,0	14,4	20,9	4,4	0,7	0,1	5,6
Oct	0,4	-0,7	-2,8	0,3	0,0	0,0	3,6	5,8	-11,8	4,6	22,0	0,1	0,0	-9,0
Nov ^(p)	-2,3	-2,3	2,2	-1,5	0,0	0,0	-0,7	26,0	11,7	4,5	7,9	0,7	0,0	1,3
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,2	22,2	25,0	48,4	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
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
2006 Jul	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	36,7	43,4	-14,4	-	-3,5
Ago	5,1	3,9	1,3	5,5	-8,2	-79,2	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5
Sep	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,3	7,9	39,5	41,0	-3,2	-	8,0
Oct	4,4	-1,3	-0,1	5,2	-13,5	-4,4	16,2	24,1	7,8	37,1	43,8	-6,0	-	-3,9
Nov ^(p)	4,8	-6,4	19,3	4,6	-14,3	-3,8	17,9	26,6	16,1	37,3	40,6	-1,1	-	0,4

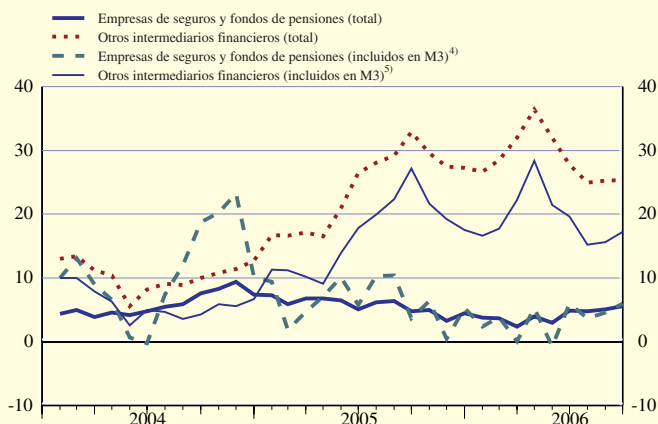
C8 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

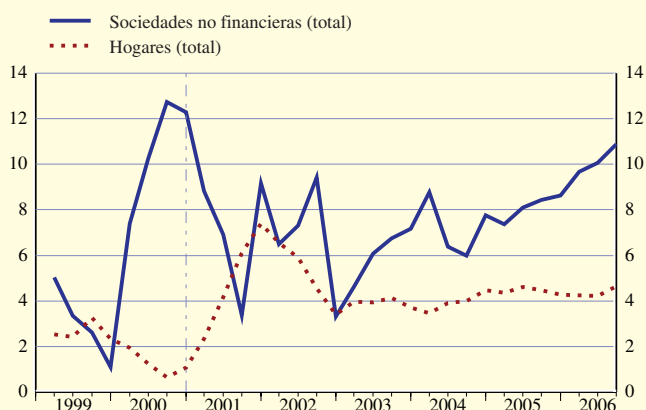
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2004	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
II	1.236,7	783,6	313,1	73,2	43,6	1,2	22,0	4.422,9	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
2006 Jul	1.231,1	775,3	315,8	72,4	42,8	1,3	23,5	4.434,3	1.718,3	587,3	613,6	1.362,0	90,2	63,0
Ago	1.243,8	769,9	330,3	72,4	43,1	2,4	25,7	4.421,4	1.686,7	602,9	612,5	1.360,8	91,7	66,9
Sep	1.268,8	790,3	334,6	73,7	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,2	613,8	608,8	1.355,5	93,0	64,8
Oct	1.277,3	781,8	354,0	72,8	42,5	1,3	24,9	4.442,7	1.695,7	629,9	605,0	1.350,1	95,1	66,9
Nov ^(p)	1.296,7	799,6	352,7	77,6	41,8	1,3	23,7	4.453,1	1.698,5	644,7	602,2	1.341,6	97,7	68,5
Operaciones														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006 I	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,1	13,9	1,8	2,3
II	40,0	39,3	2,0	1,3	-3,0	0,0	0,4	68,5	52,2	21,0	-7,0	-3,7	2,7	3,4
2006 Jul	-5,6	-8,3	2,8	-0,8	-0,8	0,0	1,5	11,4	-7,3	18,0	-2,9	-1,9	1,1	4,5
Ago	13,2	-5,2	14,8	0,1	0,3	1,1	2,2	-12,5	-31,5	15,8	-1,1	-1,2	1,5	3,9
Sep	24,2	20,1	3,8	1,2	0,7	-1,1	-0,6	18,7	16,4	10,6	-2,2	-5,3	1,3	-2,1
Oct	9,7	-8,5	19,4	0,2	-1,3	0,0	-0,1	3,7	-7,5	16,1	-3,8	-5,4	2,1	2,1
Nov ^(p)	21,8	18,7	-0,1	5,1	-0,7	0,0	-1,2	11,7	3,1	15,7	-2,8	-8,5	2,6	1,6
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-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
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
2006 Jul	9,4	8,1	14,4	8,8	1,0	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,8	1,8	4,4	17,5
Ago	10,0	7,9	16,2	9,0	2,7	88,2	13,6	4,4	4,8	17,0	-3,0	1,5	7,3	22,9
Sep	10,9	10,1	13,8	14,5	-0,5	4,2	10,6	4,6	4,8	19,2	-2,8	1,1	10,8	25,7
Oct	9,8	6,7	18,0	13,5	-4,8	4,6	18,8	4,7	4,1	21,8	-3,2	0,9	14,0	30,7
Nov ^(p)	10,9	8,1	19,7	19,7	-7,0	4,8	0,9	4,7	3,5	24,1	-3,3	0,5	16,9	30,5

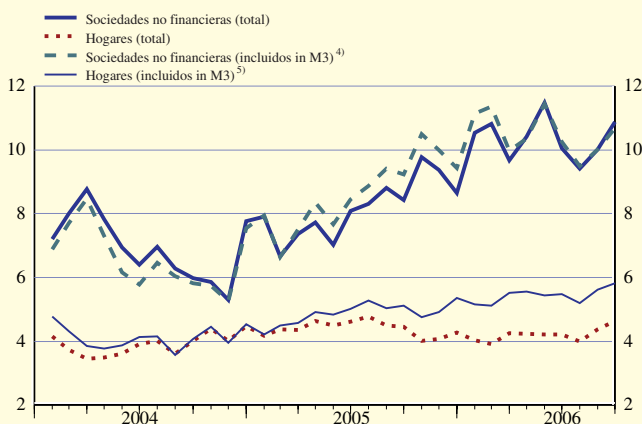
C10 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

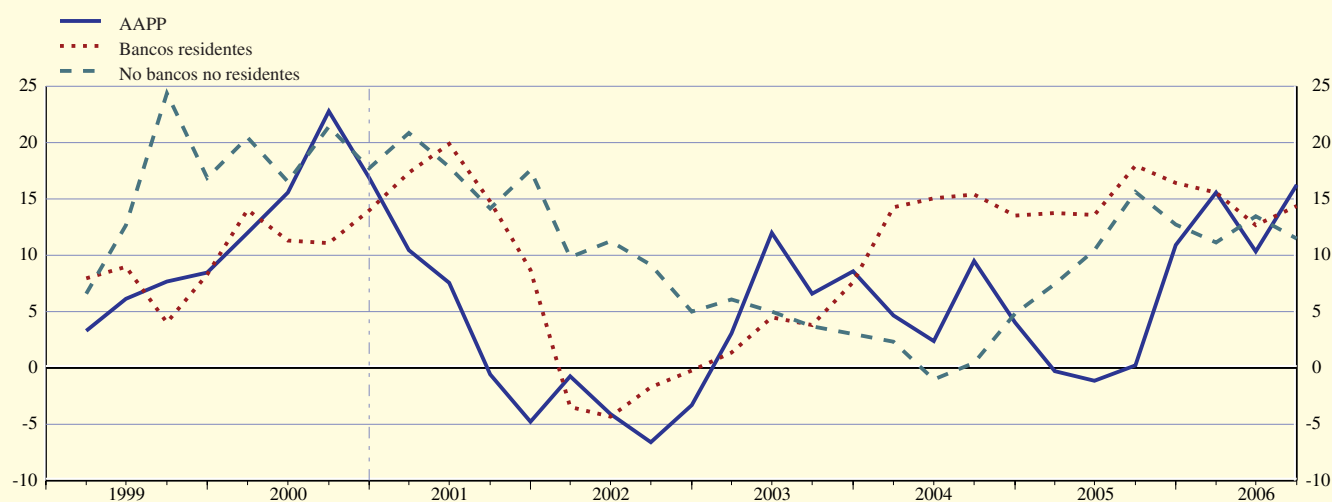
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 I	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
II	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
III ^(p)	333,1	147,8	41,5	83,7	60,1	3.374,4	2.499,1	875,3	132,4	742,9
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	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III ^(p)	15,9	9,7	1,9	1,1	3,2	162,6	124,4	38,2	4,1	34,0
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	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Mar	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
Jun	10,3	2,7	13,1	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep ^(p)	16,2	10,1	15,5	17,5	33,0	13,6	14,4	11,4	5,7	12,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

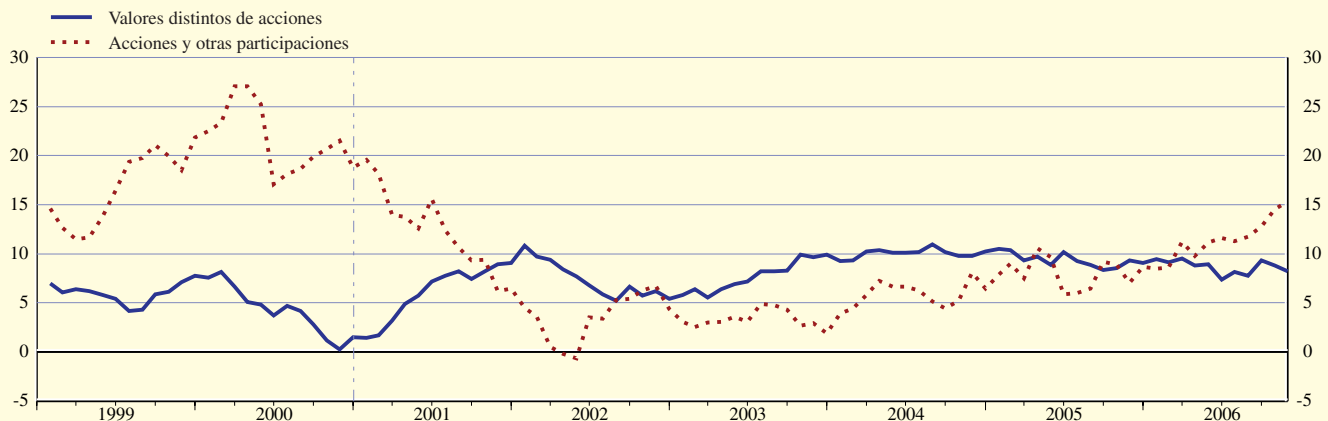
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2004	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.434,7	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	936,2	1.258,1	308,5	700,1	249,4
2006 I	4.567,1	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	982,2	1.368,7	323,6	773,0	272,1
II	4.584,4	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	996,4	1.372,9	334,5	774,7	263,8
2006 Jul	4.629,2	1.533,9	69,6	1.367,9	17,2	584,1	28,3	1.028,2	1.376,4	331,1	780,5	264,8
Ago	4.624,1	1.545,0	68,6	1.345,4	17,3	580,5	28,9	1.038,5	1.386,1	336,3	779,2	270,7
Sep	4.682,6	1.559,0	69,5	1.337,7	16,7	589,4	28,7	1.081,5	1.414,9	343,3	790,2	281,5
Oct	4.716,4	1.569,5	71,0	1.324,2	16,6	602,5	30,3	1.102,3	1.445,6	344,2	808,0	293,4
Nov ^(p)	4.740,9	1.579,2	70,1	1.320,2	16,5	608,3	28,9	1.117,7	1.482,5	372,0	816,7	293,8
Operaciones												
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	360,6	85,7	2,0	51,4	-0,9	71,6	7,6	143,2	100,5	26,9	50,4	23,3
2006 I	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	59,9	93,8	10,7	66,9	16,1
II	53,3	15,1	-2,0	-20,6	1,0	29,1	-0,3	31,0	16,8	13,5	8,5	-5,3
2006 Jul	42,0	13,2	3,7	-19,2	-0,1	11,0	0,9	32,4	-3,2	-4,2	1,7	-0,7
Ago	-7,3	10,3	-1,0	-26,1	0,2	-1,4	0,7	10,0	3,4	3,6	-4,8	4,6
Sep	49,1	18,1	0,6	-9,9	-0,8	9,0	-0,4	32,6	25,7	2,7	13,8	9,2
Oct	32,2	10,7	1,3	-12,1	-0,2	12,9	1,5	18,2	25,2	0,2	15,6	9,3
Nov ^(p)	58,1	16,9	0,9	-4,5	0,4	8,4	-0,5	36,6	34,8	28,0	5,9	0,8
Tasas de crecimiento												
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dic	9,1	6,3	3,6	4,1	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,7	9,5	7,6	10,7
2006 Mar	9,5	8,3	1,2	1,5	-0,4	16,4	67,6	20,9	11,2	10,0	14,8	2,6
Jun	7,4	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	17,4	11,6	12,6	12,1	9,0
2006 Jul	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,3	10,1	13,4	6,9
Ago	7,8	7,1	4,9	-3,5	9,4	20,4	46,2	19,2	11,8	12,0	12,7	8,8
Sep	9,3	8,6	5,7	-3,5	1,7	21,9	50,7	23,3	12,8	12,8	12,9	12,4
Oct	8,8	9,1	5,0	-5,3	-1,0	21,3	39,0	23,6	14,5	12,8	13,9	18,5
Nov ^(p)	8,3	9,7	4,9	-8,4	2,3	19,1	27,5	26,4	15,3	16,8	14,4	16,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006 I	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
II	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-1,4	-0,1	-0,6	-0,7
2006 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	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
Oct	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
Nov ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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
II	-2,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,0	0,0
2006 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	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Oct	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nov ^(p)	-0,7	-0,2	-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
II	-13,2	0,2	-0,1	-4,4	0,0	-1,2	-0,2	-7,4	-14,3	-2,3	-6,9	-5,1
2006 Jul	4,9	0,3	0,0	2,5	0,0	1,2	0,0	0,9	6,0	0,9	3,5	1,7
Ago	3,3	0,8	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	1,4	5,4	1,0	3,2	1,3
Sep	4,2	1,0	0,0	2,2	0,0	0,1	0,0	0,8	4,5	1,2	1,7	1,6
Oct	0,1	0,1	0,0	-1,7	0,0	0,8	0,0	0,8	5,4	0,7	2,1	2,6
Nov ^(p)	0,0	0,4	-0,1	2,2	-0,1	0,5	-0,1	-2,7	2,1	-0,3	2,8	-0,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			total	USD	JPY	CHF			GBP	total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 I	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.470,1	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
II	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.650,8	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	5.121,9	90,4	9,6	5,8	0,5	1,3	1,2	7.762,7	96,4	3,6	2,2	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	2.410,4	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	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
III ^(p)	2.499,1	47,5	52,5	34,1	2,2	2,6	10,4	875,3	51,6	48,4	31,4	1,6	2,2	10,1

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 I	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
II	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
III ^(p)	4.383,2	80,9	19,1	10,0	1,7	1,8	3,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			total						total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 I	4.656,3	-	-	-	-	-	9.367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
II	4.730,3	-	-	-	-	-	9.593,6	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5	
III ^(p)	4.824,5	-	-	-	-	-	9.786,7	96,3	3,7	1,7	0,2	1,1	0,6	
A no residentes en la zona del euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 I	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
II	1.839,8	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
III ^(p)	1.923,4	50,2	49,8	29,3	2,3	2,2	10,7	817,3	41,3	58,7	41,2	1,9	3,6	8,6

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			total						total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
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	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,7	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	1.628,5	95,7	4,3	2,1	0,2	0,3	1,3	1.972,5	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	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	438,8	52,1	47,9	28,0	1,0	0,5	15,1	557,6	38,0	62,0	34,9	6,2	0,8	14,7
III ^(p)	471,1	51,2	48,8	29,4	0,7	0,7	14,7	610,3	36,2	63,8	36,8	5,4	0,7	15,7

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 3) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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 ^(p)	5.135,4	316,4	1.908,1	145,2	1.762,9	1.775,8	601,8	180,3	352,9

2. Pasivo

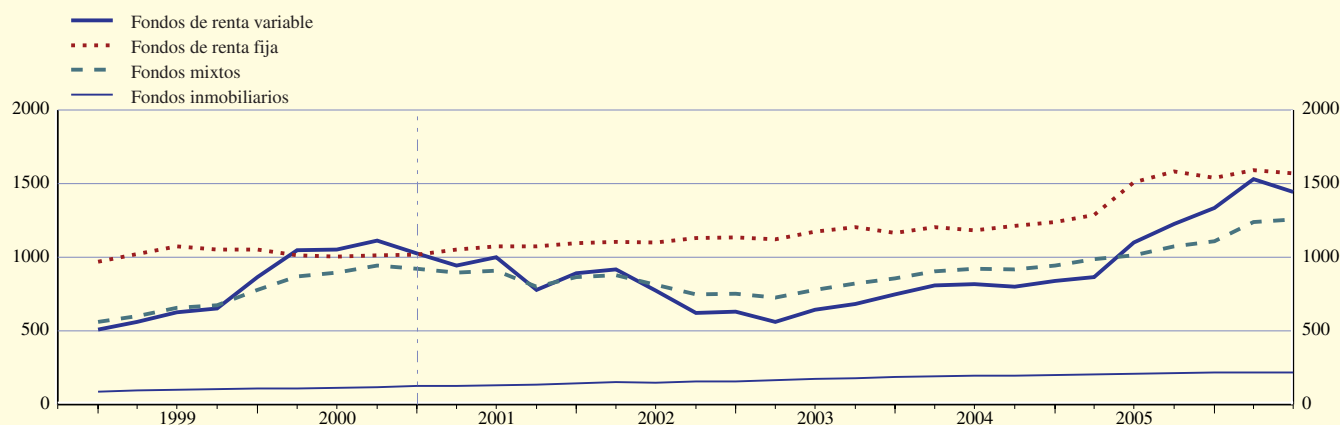
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2005 I	4.058,4	61,6	3.798,0	198,8
II	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II ^(p)	5.135,4	76,4	4.787,2	271,8

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 ^(p)	5.135,4	1.442,1	1.569,8	1.255,8	217,4	650,2	3.911,3	1.224,1

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
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 ^(p)	1.442,1	52,1	51,4	6,5	44,9	1.220,4	69,7	-	48,6
Fondos de renta fija									
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 ^(p)	1.569,8	106,5	1.264,6	87,3	1.177,3	38,5	48,2	-	112,1
Fondos mixtos									
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 ^(p)	1.253,8	71,8	483,8	40,3	443,6	318,2	253,4	0,2	128,4
Fondos inmobiliarios									
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 ^(p)	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
Fondos abiertos al público							
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 ^(p)	3.911,3	256,7	1.321,1	1.448,1	452,9	151,2	281,2
Fondos de inversores especiales							
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 ^(p)	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
	total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM		
			total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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	373,5
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	369,7
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	389,2
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	366,8
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	22,5
II	303,8	163,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,4	-12,5
III	95,0	0,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,1	11,4
IV	297,3	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-12,3
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	3,9
II	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,5	1,4
III	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	1,5
IV	5,0	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	7,1	2,7
2006 I	5,0	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,8	-2,4
II	4,9	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	0,1
Valores distintos de acciones											
Acciones¹⁾											
Reservas técnicas de seguro											
	total	A corto plazo	A largo plazo	total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Saldos vivos											
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 ¹⁾			
			De las IFM de la zona del euro		total	A corto plazo	A largo plazo	total	A corto plazo	A largo plazo	total	A corto plazo		A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Saldos vivos														
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	465,5	
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	528,5	
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	555,5	
IV	19.525,3	9.600,9	8.450,6	937,8	79,8	858,1	4.044,7	1.266,6	2.778,1	4.618,4	306,5	4.311,9	588,9	
2006 I	20.155,4	9.824,3	8.645,3	932,7	86,7	846,0	4.181,0	1.286,4	2.894,6	4.710,6	302,6	4.408,1	648,1	
II	20.092,7	9.913,1	8.856,4	861,6	88,7	772,9	4.233,1	1.305,8	2.927,3	4.818,4	312,1	4.506,2	694,5	
Operaciones														
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	15,8	
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	51,6	
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	28,6	
IV	281,6	268,2	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,5	45,5	86,0	122,2	6,5	115,7	45,6	
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	326,0	240,3	219,0	-7,6	2,3	-9,9	134,1	47,4	86,7	113,9	9,9	104,0	59,8	
Tasas de crecimiento														
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	5,6	
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	18,3	
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	23,4	
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	32,0	
2006 I	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,7	4,1	10,1	39,2	
II	5,9	9,1	9,3	0,7	8,7	-0,1	10,7	7,9	12,1	9,5	3,8	9,9	36,1	

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de las AAPP	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		total	A corto plazo	A largo plazo	total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
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
Operaciones										
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
Tasas de crecimiento										
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 ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos													
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 ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	508,0	1.353,7	-871,5	25,7	0,1	3.313,5	-1,3	566,5	499,5	879,5	1.090,1	264,7	14,4
2000	565,4	1.456,0	-927,2	36,3	0,3	3.282,1	-1,3	369,1	334,9	797,9	1.506,6	251,4	23,5
2001	517,6	1.483,0	-976,7	10,6	0,6	2.797,7	0,5	583,2	578,4	693,8	727,1	254,4	-39,6
2002	453,0	1.481,8	-1.013,9	-15,3	0,5	2.545,7	-0,9	802,0	376,5	520,7	599,7	226,2	21,5
2003	464,0	1.507,3	-1.043,4	-0,3	0,4	2.756,8	-1,7	737,8	576,0	613,6	577,0	240,9	13,2
2004	509,7	1.573,2	-1.086,0	22,6	-0,2	3.148,8	-1,6	1.007,4	647,0	710,5	520,3	257,7	7,6

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

2. Sociedades no financieras

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

3. Hogares⁵⁾

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

Fuente: BCE.

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

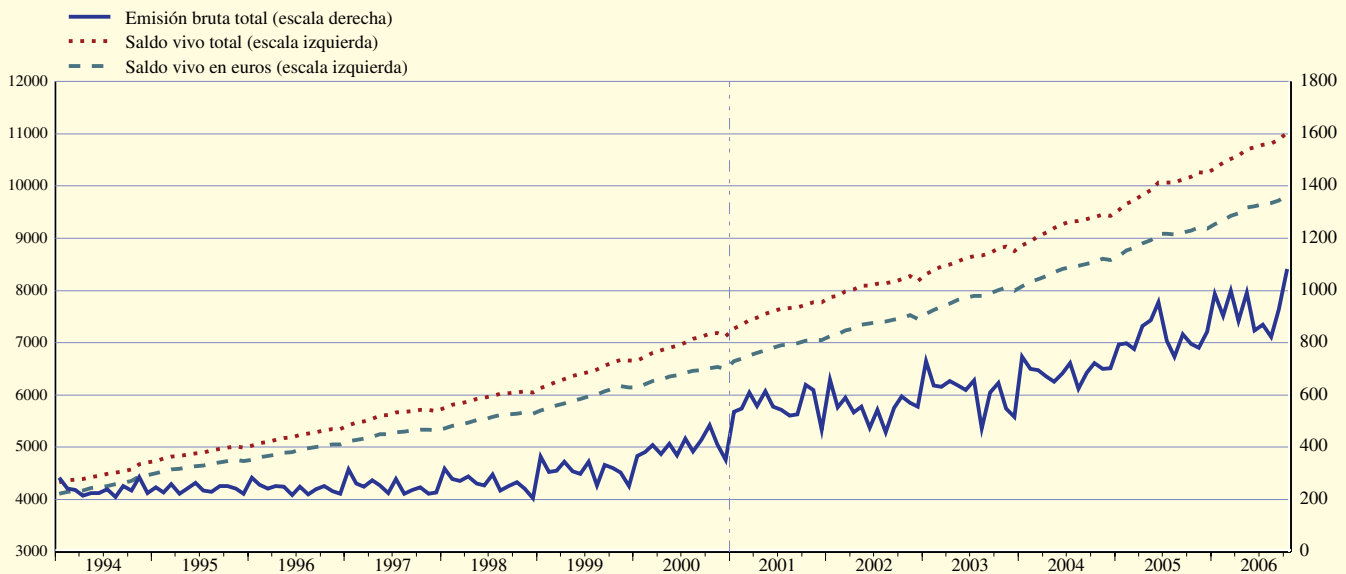
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
											Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005 Oct	10.741,9	798,4	15,3	9.150,4	745,0	36,7	10.180,1	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
Nov	10.819,3	801,7	79,1	9.210,4	734,6	61,6	10.267,1	781,5	74,2	7,6	71,2	7,3
Dic	10.833,2	871,0	12,6	9.187,3	794,8	-24,2	10.249,2	841,6	-24,8	7,5	75,9	6,1
2006 Ene	10.882,4	972,1	55,1	9.266,1	927,6	84,7	10.332,3	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
Feb	10.990,5	918,2	105,6	9.345,3	846,4	76,6	10.439,4	903,3	89,3	7,2	61,7	7,5
Mar	11.144,0	1.052,7	153,3	9.426,2	937,9	80,8	10.523,7	999,4	97,2	7,6	70,3	7,9
Abr	11.166,8	874,8	19,5	9.478,0	821,7	48,7	10.581,8	882,9	68,0	7,2	56,2	7,9
May	11.295,7	1.011,1	129,0	9.592,4	940,5	114,5	10.705,0	992,7	128,3	7,8	91,1	8,3
Jun	11.354,6	895,6	63,3	9.611,4	794,0	23,2	10.735,4	847,0	31,9	6,6	24,4	7,2
Jul	11.367,1	877,8	11,9	9.647,0	821,3	35,0	10.784,8	868,9	44,8	7,0	53,8	7,0
Ago	11.399,1	838,9	31,5	9.668,2	780,9	20,7	10.814,4	823,5	24,0	7,3	74,1	7,2
Sep	11.524,0	1.008,5	124,3	9.719,1	882,7	50,3	10.883,2	928,4	57,0	7,4	57,1	6,9
Oct	.	.	.	9.823,5	1.021,1	102,5	11.019,5	1.083,4	123,0	8,0	123,6	8,2
A largo plazo												
2005 Oct	9.774,0	166,5	32,5	8.282,7	137,4	18,4	9.180,2	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
Nov	9.856,4	168,3	83,3	8.347,6	131,9	65,8	9.269,8	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
Dic	9.900,0	178,4	41,8	8.374,6	147,2	25,2	9.302,2	166,0	27,4	8,3	72,1	6,2
2006 Ene	9.943,1	195,9	48,3	8.413,9	173,5	44,5	9.342,6	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
Feb	10.032,8	214,8	88,2	8.475,3	170,4	59,8	9.428,1	196,1	72,0	7,6	49,7	7,8
Mar	10.131,0	245,3	98,5	8.546,3	194,3	71,4	9.497,0	220,1	79,8	7,8	60,3	8,1
Abr	10.167,1	174,6	34,6	8.575,7	141,4	28,1	9.534,9	170,5	48,0	7,5	49,4	8,1
May	10.267,8	205,9	101,0	8.661,9	167,6	86,3	9.628,4	187,2	95,9	7,7	63,9	7,8
Jun	10.325,9	198,4	59,3	8.725,4	167,5	64,6	9.712,2	192,4	80,8	6,8	52,7	7,3
Jul	10.358,7	185,5	33,1	8.751,1	158,3	26,0	9.753,2	176,9	37,1	7,2	49,0	7,0
Ago	10.374,8	90,2	16,3	8.762,2	71,3	11,2	9.771,1	87,6	20,6	7,5	65,5	7,4
Sep	10.472,8	221,9	98,7	8.817,3	156,5	56,0	9.840,6	175,2	63,4	7,6	54,0	7,2
Oct	.	.	.	8.888,9	173,1	69,4	9.934,4	204,9	87,0	8,2	102,9	8,3

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.249	4.109	925	613	4.319	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 IV	10.249	4.109	925	613	4.319	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 I	10.524	4.259	968	622	4.385	289	2.890	2.106	83	257	421	22
II	10.735	4.337	1.031	639	4.430	298	2.723	1.976	108	261	355	22
III	10.883	4.436	1.068	637	4.445	298	2.621	1.927	77	264	334	18
2006 Jul	10.785	4.369	1.047	640	4.429	299	869	613	29	86	135	6
Ago	10.814	4.396	1.055	633	4.431	300	823	637	19	82	80	6
Sep	10.883	4.436	1.068	637	4.445	298	928	678	28	97	119	5
Oct	11.020	4.521	1.111	644	4.445	298	1.083	800	54	115	105	9
A corto plazo												
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	742	33
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
II	1.023	531	10	101	376	5	2.172	1.739	16	229	180	8
III	1.043	561	11	97	369	4	2.181	1.732	15	249	176	8
2006 Jul	1.032	536	10	102	378	5	692	543	5	77	63	3
Ago	1.043	557	10	96	375	5	736	593	5	80	55	2
Sep	1.043	561	11	97	369	4	753	596	5	91	58	3
Oct	1.085	603	11	100	367	4	878	707	4	106	59	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.302	3.627	918	522	3.957	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 IV	9.302	3.627	918	522	3.957	278	478	216	106	29	109	18
2006 I	9.497	3.720	961	524	4.008	285	612	289	70	15	222	15
II	9.712	3.806	1.021	537	4.054	293	550	237	92	32	175	14
III	9.841	3.875	1.057	540	4.075	293	440	195	62	16	158	9
2006 Jul	9.753	3.834	1.037	537	4.051	294	177	69	24	8	72	3
Ago	9.771	3.839	1.044	536	4.057	295	88	44	14	1	25	3
Sep	9.841	3.875	1.057	540	4.075	293	175	82	23	6	62	3
Oct	9.934	3.919	1.100	544	4.078	294	205	93	50	9	46	6
Del cual: a tipo fijo												
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.194	408	70	61	620	36
2005	6.712	2.016	458	412	3.609	217	1.227	412	91	54	621	48
2005 IV	6.712	2.016	458	412	3.609	217	264	95	35	16	103	14
2006 I	6.814	2.061	475	407	3.647	225	401	156	31	8	195	12
II	6.909	2.080	500	413	3.684	232	331	109	42	20	150	10
III	6.961	2.107	508	413	3.700	233	274	93	22	11	140	8
2006 Jul	6.919	2.086	501	412	3.688	233	109	29	5	6	66	2
Ago	6.925	2.088	503	411	3.690	234	55	22	7	1	21	3
Sep	6.961	2.107	508	413	3.700	233	111	42	10	4	53	2
Oct	7.011	2.129	526	415	3.706	234	115	41	22	5	41	4
Del cual: emitidos a tipo variable												
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.257	1.343	456	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 IV	2.257	1.343	456	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 I	2.329	1.383	482	97	307	60	172	108	39	4	18	3
II	2.429	1.424	517	108	319	61	177	95	50	12	15	4
III	2.488	1.443	543	110	331	60	134	76	39	4	13	2
2006 Jul	2.459	1.434	532	109	323	61	56	30	19	2	4	1
Ago	2.465	1.435	537	109	324	61	25	15	7	1	2	0
Sep	2.488	1.443	543	110	331	60	53	31	13	1	7	0
Oct	2.523	1.458	567	113	326	60	77	41	27	4	3	2

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

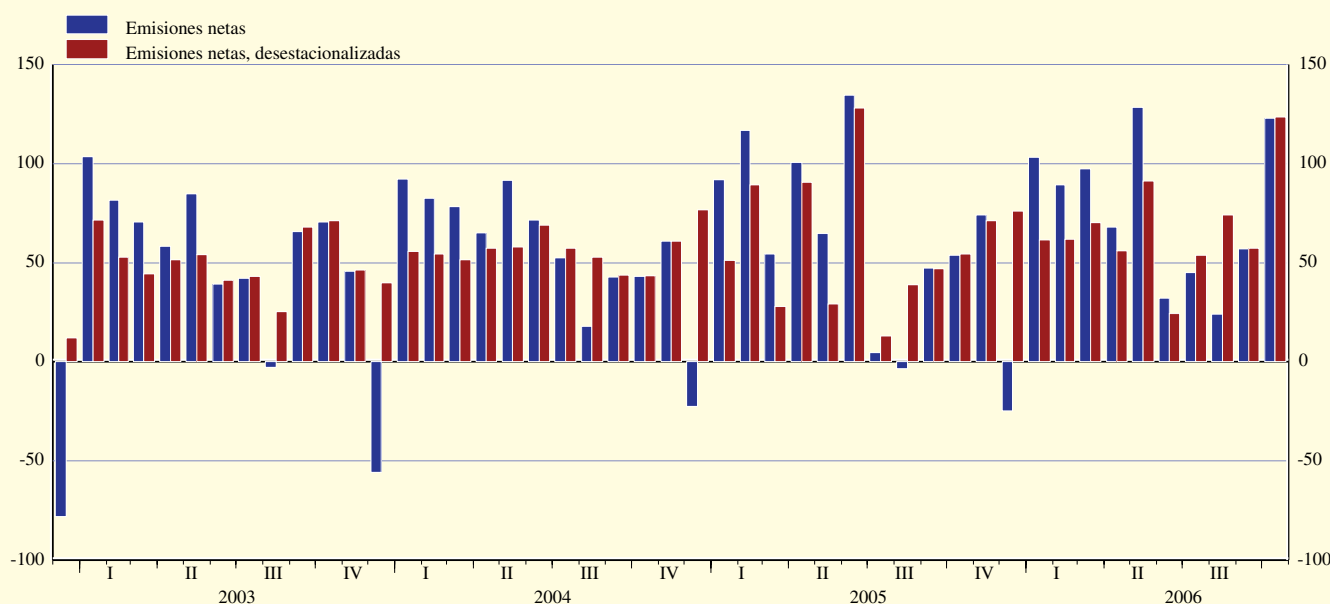
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	675,3	350,4	75,2	8,4	209,7	31,5	679,7	354,0	73,1	8,2	212,8	31,7
2005	714,8	315,5	175,8	21,9	169,2	32,2	716,4	318,9	171,6	22,0	171,4	32,4
2005 IV	103,2	44,8	81,2	-0,2	-34,8	12,3	201,4	78,1	59,2	5,8	47,3	11,0
2006 I	289,7	158,5	44,9	10,7	68,8	6,9	193,5	106,7	65,0	7,3	8,4	6,1
II	228,3	84,5	65,6	20,9	48,4	8,9	171,7	88,9	53,1	14,2	7,1	8,4
III	125,9	78,4	35,6	-2,2	14,6	-0,5	185,1	94,8	52,2	1,9	33,8	2,3
2006 Jul	44,8	27,8	15,9	0,4	-0,6	1,3	53,8	20,1	14,2	-2,0	19,4	2,2
Ago	24,0	19,6	7,6	-6,6	2,9	0,6	74,1	36,8	24,1	-4,5	15,0	2,7
Sep	57,0	30,9	12,1	3,9	12,3	-2,3	57,1	37,9	14,0	8,4	-0,5	-2,6
Oct	123,0	72,2	41,4	8,8	-0,1	0,7	123,6	58,3	45,3	5,3	15,0	-0,3
A largo plazo												
2004	615,3	297,8	73,8	12,0	201,9	29,8	618,0	299,1	71,7	12,0	205,3	30,0
2005	707,8	292,7	176,2	22,2	184,2	32,5	709,4	294,5	172,1	22,2	188,1	32,6
2005 IV	139,5	40,6	81,3	8,6	-3,7	12,7	193,7	68,7	59,3	7,8	46,1	11,6
2006 I	208,7	100,5	44,9	2,8	53,4	7,0	167,4	70,0	65,0	8,1	18,4	6,0
II	224,7	88,2	62,6	15,5	49,4	8,9	166,0	86,0	50,1	8,9	12,7	8,5
III	121,1	62,5	34,9	2,4	21,4	-0,1	168,6	67,3	51,5	4,6	42,5	2,6
2006 Jul	37,1	23,4	15,6	-0,1	-2,7	0,9	49,0	18,3	14,2	-2,1	16,6	2,1
Ago	20,6	6,7	7,5	-0,9	6,6	0,7	65,5	19,1	24,0	1,4	18,4	2,6
Sep	63,4	32,4	11,8	3,3	17,5	-1,6	54,0	30,0	13,3	5,3	7,5	-2,1
Oct	87,0	37,2	41,7	4,6	2,6	0,9	102,9	35,4	45,2	3,0	19,3	0,0

Cl6 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

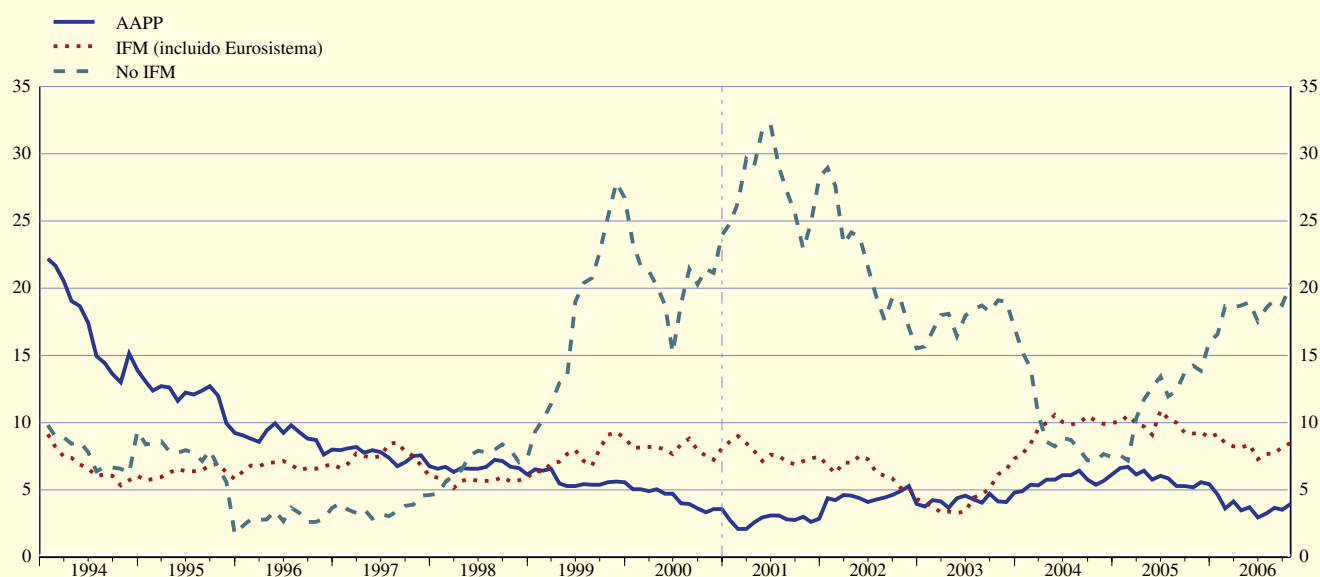


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005 Oct	7,5	9,4	21,3	4,1	3,7	12,2	6,4	8,4	23,2	2,0	2,2	9,0
Nov	7,6	9,4	20,9	3,1	4,0	12,3	7,3	9,2	21,9	1,5	3,3	13,8
Dic	7,5	8,4	23,6	3,7	4,1	12,9	6,1	6,6	21,0	2,9	2,9	13,9
2006 Ene	7,6	9,1	24,2	3,5	3,6	11,3	7,1	7,7	25,8	4,6	3,1	12,7
Feb	7,2	8,9	26,8	3,2	2,5	11,9	7,5	8,1	30,6	4,6	2,8	14,2
Mar	7,6	9,3	27,1	3,0	3,0	11,6	7,9	9,3	31,4	4,3	2,6	13,0
Abr	7,2	8,9	27,1	2,8	2,5	10,2	7,9	9,2	31,2	3,8	2,7	11,4
May	7,8	9,9	26,5	4,3	2,6	12,1	8,3	10,5	31,3	7,3	1,8	10,5
Jun	6,6	8,1	24,4	5,0	1,8	12,3	7,2	9,7	27,7	7,1	0,7	10,5
Jul	7,0	8,3	26,3	5,1	2,2	11,7	7,0	8,9	26,9	5,6	1,2	10,6
Ago	7,3	8,4	27,8	3,9	2,5	12,1	7,2	8,8	25,4	3,2	2,3	10,1
Sep	7,4	9,0	27,0	4,8	2,2	10,2	6,9	8,8	22,9	5,2	1,9	7,5
Oct	8,0	9,7	29,8	4,5	2,6	9,3	8,2	10,1	28,4	5,3	2,5	7,4
A largo plazo												
2005 Oct	8,0	9,2	21,4	4,3	4,7	12,5	6,8	8,4	23,7	4,9	2,3	9,1
Nov	8,2	9,3	21,0	3,7	5,1	13,0	7,7	9,0	22,3	5,5	3,6	14,2
Dic	8,3	8,9	23,9	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,4	6,2	3,0	14,6
2006 Ene	8,1	9,1	24,4	5,0	4,2	11,8	7,3	7,3	26,1	7,4	3,2	13,1
Feb	7,6	8,4	27,1	6,1	3,0	12,6	7,8	7,6	30,7	7,6	2,9	15,0
Mar	7,8	8,2	27,5	5,1	3,6	12,1	8,1	7,9	31,8	6,3	3,3	13,6
Abr	7,5	8,1	27,4	5,6	3,0	10,5	8,1	7,8	31,2	6,2	3,7	12,0
May	7,7	8,4	26,7	7,0	3,2	12,5	7,8	7,7	31,1	8,5	2,6	11,0
Jun	6,8	7,3	24,3	6,4	2,3	12,7	7,3	8,7	27,2	6,6	1,6	10,7
Jul	7,2	7,6	26,2	6,0	2,6	11,9	7,0	8,0	26,4	4,7	2,1	10,6
Ago	7,5	7,7	27,6	5,5	3,1	12,4	7,4	7,9	24,9	3,5	3,3	9,9
Sep	7,6	8,2	26,8	5,7	3,0	10,8	7,2	8,4	22,2	5,2	2,8	8,0
Oct	8,2	8,5	29,6	5,3	3,5	9,9	8,3	9,1	28,0	4,4	3,5	8,1

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



Fuente: BCE.

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

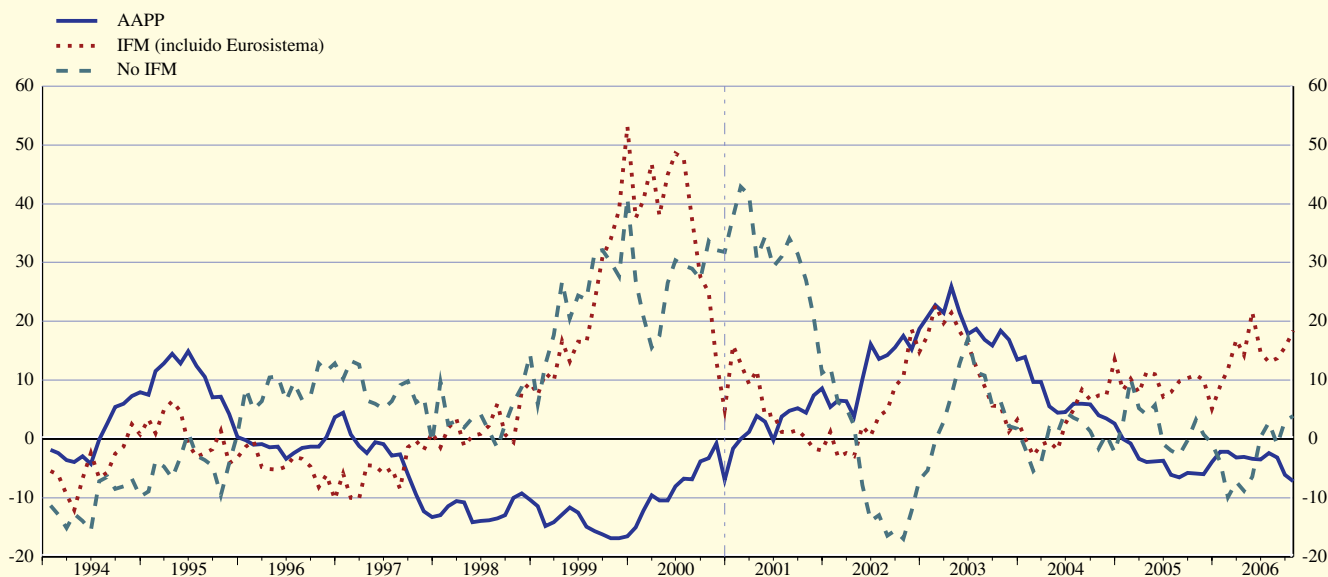
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	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	5,5	15,0	19,4	18,3	35,7	22,6	9,8	4,7
2005 IV	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,0	15,3	43,5	19,6	11,7	1,9
2006 I	4,3	4,2	8,9	0,7	3,6	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,1
II	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,8	11,9	45,6	28,3	3,6	5,1
III	4,4	4,6	15,1	0,8	2,8	13,8	15,2	10,1	39,7	30,1	4,1	5,8
2006 May	4,4	4,7	11,9	1,8	3,0	14,0	17,3	12,2	45,0	30,3	5,1	6,5
Jun	3,8	4,1	13,2	1,1	2,3	14,2	14,6	10,0	37,6	30,7	2,7	7,5
Jul	4,3	4,6	14,4	0,7	2,8	13,7	15,3	10,1	40,1	31,3	4,3	5,6
Ago	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,5	10,1	41,5	29,7	4,2	6,4
Sep	4,7	5,1	17,1	1,3	2,9	12,9	15,0	10,2	37,6	27,7	5,2	3,2
Oct	5,1	5,1	20,2	0,5	3,3	12,0	16,1	10,8	39,6	29,5	6,3	2,5
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	5,4	15,3	18,8	17,2	35,1	22,6	10,2	5,3
2005 IV	4,2	1,9	8,5	0,6	4,7	16,2	18,3	13,9	41,2	21,2	12,2	2,2
2006 I	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,1	12,9	45,7	26,4	8,2	0,9
II	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,6	10,2	41,6	31,6	3,7	4,0
III	3,6	3,1	11,2	-0,3	2,9	13,7	13,7	8,2	35,2	33,9	4,2	4,4
2006 May	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,0	10,4	40,9	34,2	5,2	4,9
Jun	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,8	7,6	33,4	34,6	2,7	5,9
Jul	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,7	8,1	35,2	35,4	4,4	4,1
Ago	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,1	8,3	36,7	33,5	4,2	5,1
Sep	3,9	3,7	12,9	0,4	2,9	12,9	13,9	8,7	34,4	31,1	5,2	2,0
Oct	4,2	3,5	14,8	-1,2	3,5	12,0	15,3	9,4	37,2	32,9	6,4	1,7

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

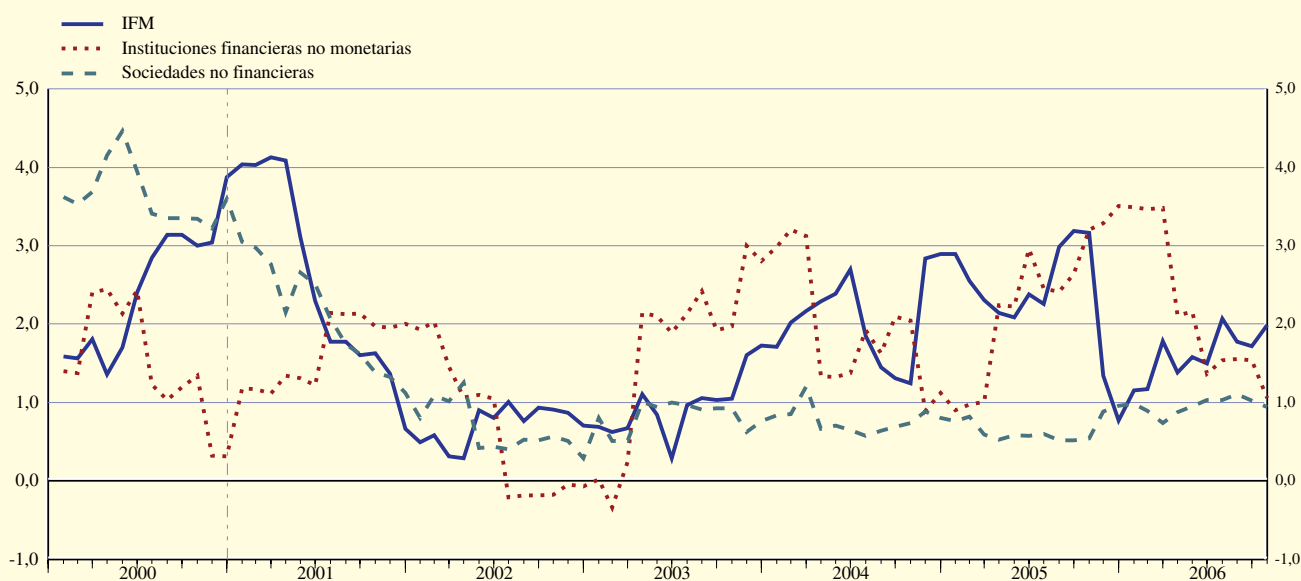
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	103,0	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	3,0	3.241,6	0,6
Jul	4.631,1	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,5	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	3,2	3.426,6	0,5
Nov	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,2	0,9
Dic	5.056,2	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,5	3.679,1	1,0
2006 Ene	5.289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,5	3.868,5	1,0
Feb	5.429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,5	3.928,7	0,9
Mar	5.629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,5	4.088,4	0,7
Abr	5.653,2	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,1	4.131,5	0,9
May	5.364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,2	3.934,4	1,0
Jun	5.376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,4	3.941,9	1,0
Jul	5.372,7	104,4	1,3	918,4	2,1	543,3	1,5	3.910,9	1,0
Ago	5.536,2	104,5	1,3	958,6	1,8	594,3	1,6	3.983,4	1,1
Sep	5.679,5	104,5	1,2	986,1	1,7	606,3	1,5	4.087,1	1,0
Oct	5.853,3	104,6	1,1	1.015,6	2,0	613,3	1,1	4.224,4	0,9

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

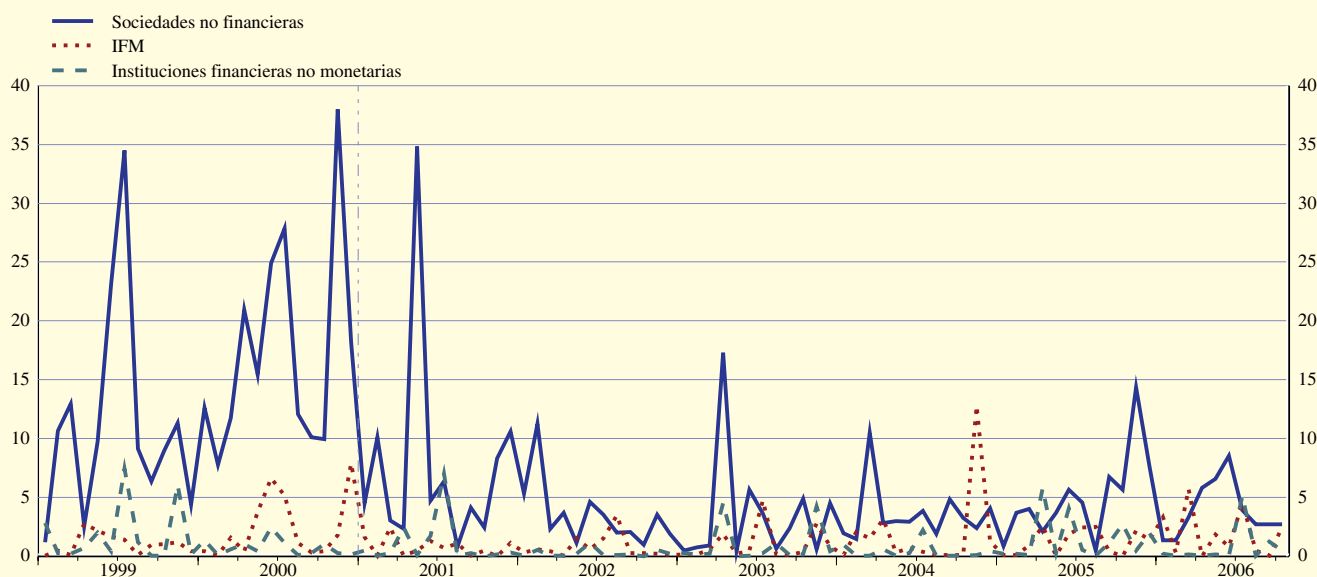
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2004 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	3,9	3,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	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	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	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	8,6	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	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	13,5	6,6	6,9	4,5	0,0	4,5	5,1	3,5	1,6	3,9	3,0	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,0
Sep	4,0	0,4	3,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	0,4	2,3
Oct	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	2,04	2,53	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	3,99	2,76
Ago	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
Sep	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,98	3,45	3,82	2,96
Oct	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 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	9,95	7,86	6,39	8,15	8,12	4,21	4,36	4,60	4,39	4,59	4,64	5,26	4,94
Sep	10,06	7,86	6,26	8,09	7,98	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98
Oct	10,04	7,50	6,02	8,17	7,77	4,42	4,45	4,58	4,46	4,72	4,93	5,18	4,80

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
2005 Nov		5,09	3,91	4,44	3,10	3,60	3,98
Dic		5,12	3,99	4,50	3,25	3,58	3,96
2006 Ene		5,23	4,07	4,59	3,18	3,72	3,96
Feb		5,29	4,13	4,69	3,26	4,36	4,02
Mar		5,30	4,23	4,59	3,50	3,83	4,18
Abr		5,40	4,34	4,73	3,51	3,94	4,22
May		5,36	4,38	4,83	3,57	4,13	4,32
Jun		5,45	4,47	4,84	3,74	4,12	4,23
Jul		5,52	4,57	4,99	3,84	4,21	4,36
Ago		5,56	4,69	5,09	3,97	4,33	4,49
Sep		5,69	4,75	5,02	4,02	4,41	4,47
Oct		5,76	4,91	5,16	4,24	4,38	4,46

Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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	3,11	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
Feb	0,74	2,09	3,13	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
Mar	0,76	2,16	3,01	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	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
Jun	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,53	2,63
Jul	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,64	2,81
Sep	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,68	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05

5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

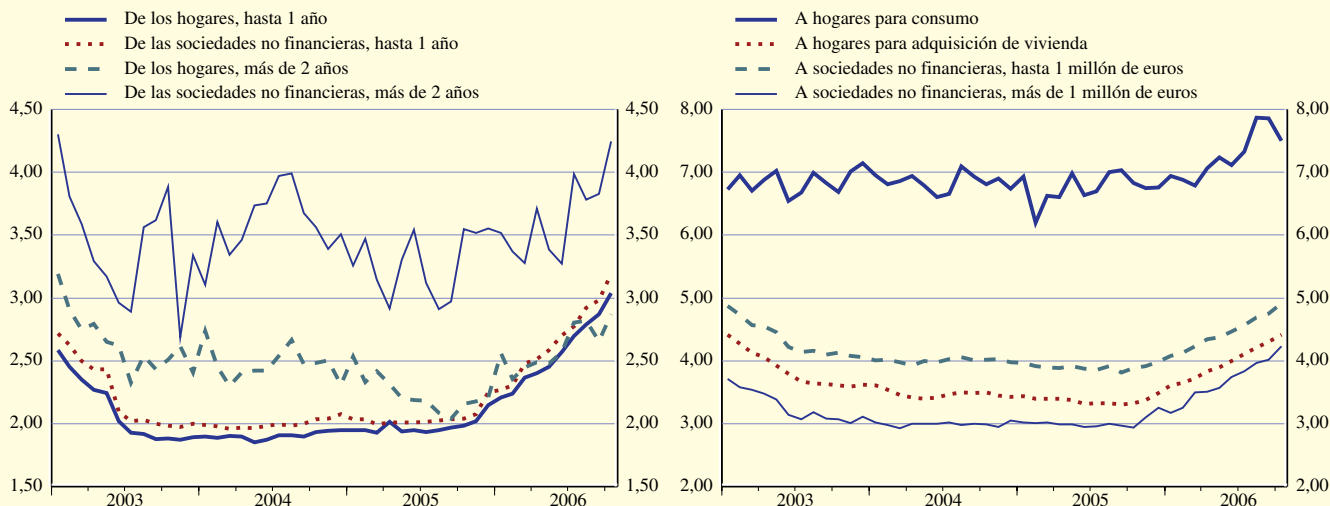
	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras				
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2005 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	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40	
Jul	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45	
Ago	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48	
Sep	4,81	4,27	4,62	8,31	6,81	5,86	4,93	4,40	4,53	
Oct	4,89	4,29	4,65	8,35	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57	

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

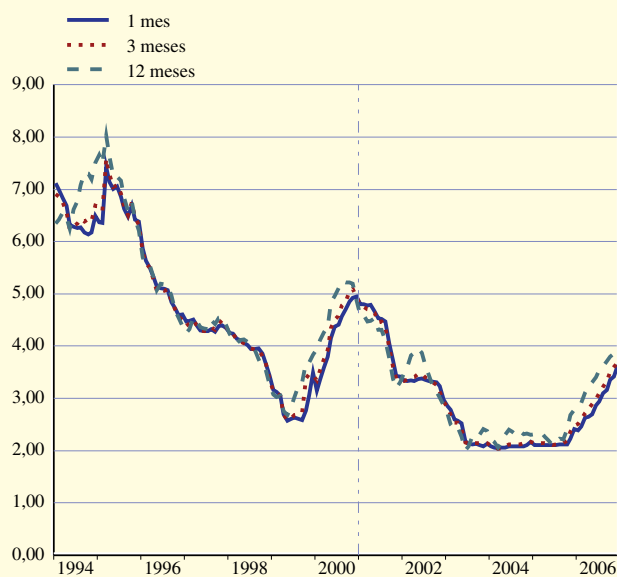
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2005 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
IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2005 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
Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56

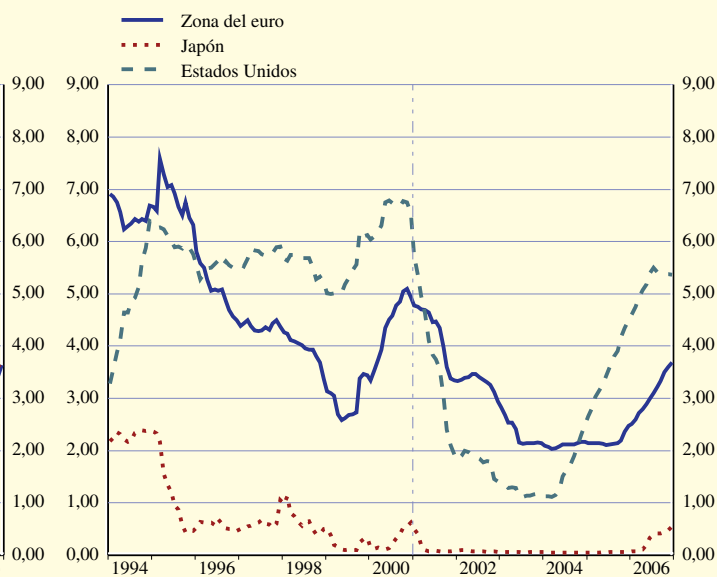
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

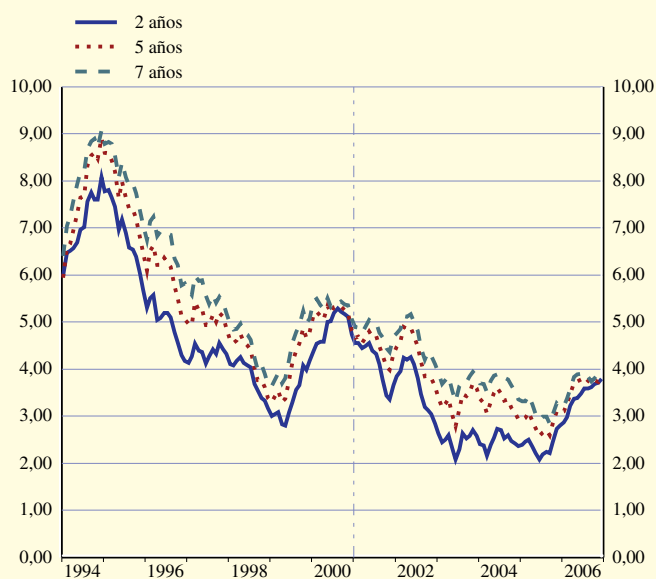
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
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
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2005 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
IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2005 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	4,08	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
Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64

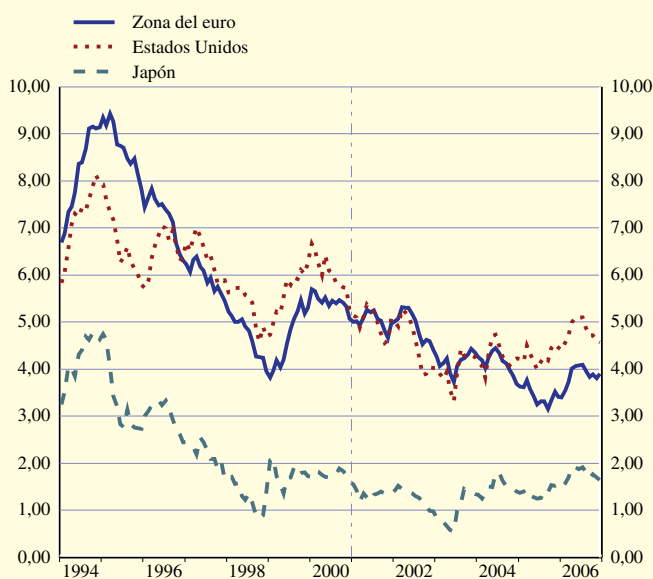
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

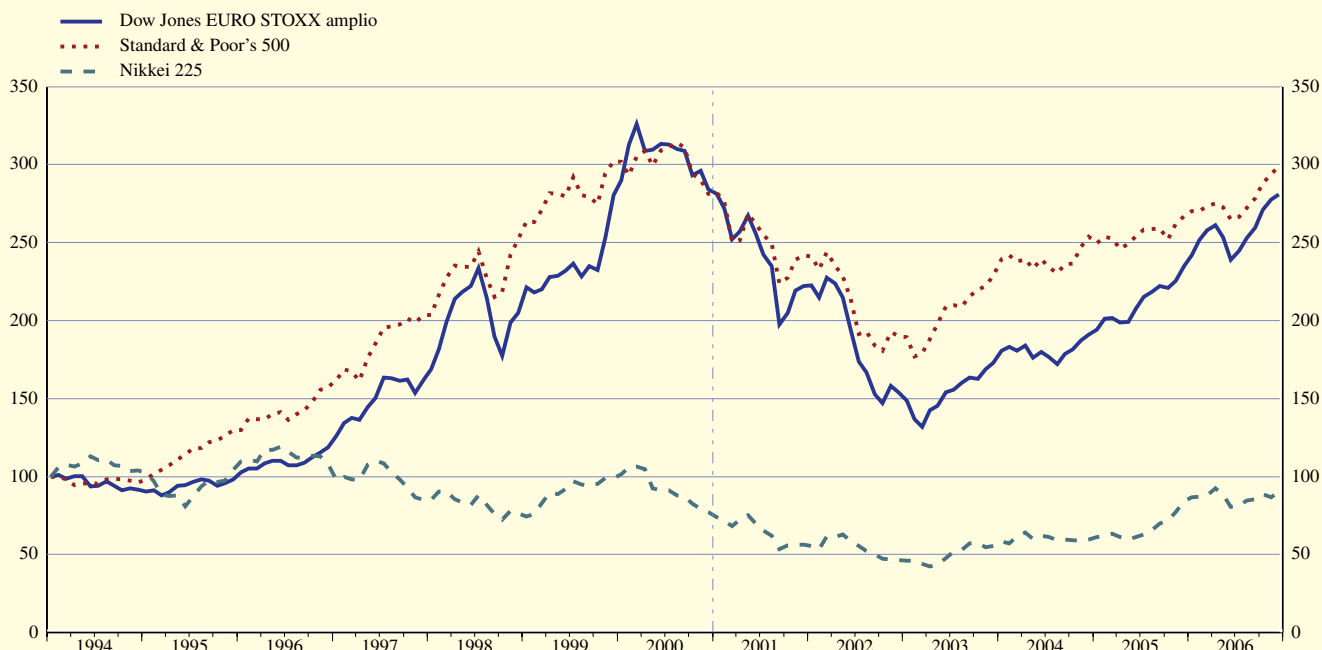
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2
2005 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
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2005 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
Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

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

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 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 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
Oct	3,0	2,3	4,2	0,5	0,8	-0,5	2,5	2,2	2,4	-2,7	2,4	2,4
Nov	3,0	2,2	4,4	1,1	0,8	2,1	2,5	2,1	2,3	-2,7	2,5	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 ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía					
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo									
						Total	Duradero	No duradero	Total excluida energía						
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0		25,6	17,6			100,0	32,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
2006	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,7	24,8	52,9
2005 IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	2,9	7,3 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	18,9	2,6	-	36,4	23,6	52,3
II	115,7	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	3,5	6,8 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,8	5,4	3,7	3,6	6,4	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	3,5	-	13,4	26,6	55,7
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	3,9	23,0	47,3
2006 Jul	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,6	1,9	1,8	2,0	14,8	-	-	21,6	26,7	58,8
Ago	117,1	5,7	4,0	3,7	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,6	-	-	14,8	26,8	57,8
Sep	116,5	4,6	2,8	3,6	6,5	1,7	1,7	1,7	1,7	7,8	-	-	4,0	26,4	50,3
Oct	116,5	4,0	2,5	3,6	6,4	1,8	1,7	1,7	1,7	5,4	-	-	3,9	28,7	47,6
Nov	116,5	4,3	2,9	3,5	6,2	1,9	1,6	1,7	1,6	6,9	-	-	4,5	22,9	46,7
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	3,2	17,7	47,4

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,5	3,5	3,4	4,0	3,3	4,2	3,6	2,7
2003	110,8	3,1	2,9	3,8	3,1	3,8	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,2	2,8	2,7	2,0	2,1
2005	116,2	2,4	2,6	1,9	2,5	2,2	2,4	2,1
2005 III	116,5	2,1	2,4	1,4	2,6	1,8	1,9	2,1
IV	117,2	2,3	2,6	1,5	2,5	2,5	2,2	2,0
2006 I	117,8	2,3	2,8	0,9	2,5	2,4	2,1	2,1
II	118,4	2,3	2,6	1,6	3,1	1,4	2,1	2,4
III	119,0	2,0	2,2	1,8	2,6	1,4	1,8	2,0

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 IPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- tura y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2002	104,7	2,4	1,2	1,0	3,2	1,8	3,1	3,4
2003	106,4	1,7	6,0	0,7	3,0	2,4	1,0	2,4
2004	107,5	1,1	-10,3	-0,4	2,7	-0,1	2,6	2,4
2005	108,5	0,9	6,7	-1,2	3,5	0,2	2,0	1,8
2005 III	108,2	0,6	6,3	-1,1	2,2	-0,4	2,1	1,8
IV	109,0	0,9	7,3	-2,2	3,0	0,0	2,3	2,7
2006 I	109,2	0,8	3,5	-1,9	3,3	-0,2	2,4	2,4
II	109,3	0,8	1,4	-2,4	1,9	0,0	1,6	3,2
III	109,1	0,8	1,1	-2,4	2,2	-0,4	2,5	2,5
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	2,1	1,6
2005 III	111,3	1,5	1,8	1,7	2,1	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	112,9	2,1	0,7	2,6	3,3	1,9	1,6	1,9
II	113,6	2,3	0,7	2,4	3,3	2,2	1,0	3,0
III	113,6	2,0	1,5	2,3	3,2	1,5	1,4	2,3
Productividad del trabajo ²⁾								
2002	100,5	0,2	1,0	1,0	0,0	0,6	-0,5	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,2	1,5	-0,4	-0,5	1,2	-0,4
2004	101,9	1,0	13,8	2,9	-0,1	1,3	-0,4	-0,1
2005	102,6	0,7	-4,1	2,7	-1,6	1,1	0,1	-0,2
2005 III	102,9	0,9	-4,2	2,8	-0,1	1,7	-0,1	-0,4
IV	102,9	1,0	-5,3	3,9	-0,6	1,2	-0,5	0,1
2006 I	103,4	1,2	-2,8	4,6	0,0	2,1	-0,8	-0,5
II	104,0	1,5	-0,7	4,8	1,3	2,2	-0,6	-0,2
III	104,1	1,2	0,4	4,8	1,0	1,9	-1,1	-0,2

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	105,1	2,6	2,0	1,9	3,1	1,4	-0,2	-2,0
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,3	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,4	2,4	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,1	2,2	2,1	2,6	3,6
2005 III	111,6	1,8	2,3	2,1	2,2	1,9	2,5	3,7
IV	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	3,0	4,1
2006 I	112,4	1,7	2,7	2,3	1,9	2,6	2,8	5,4
II	113,0	1,8	2,7	2,2	2,5	2,9	3,0	5,3
III	113,5	1,8	2,1	2,0	1,5	3,0	3,0	3,7

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Los deflatores de las importaciones y las exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2002	7.251,3	7.059,0	4.141,1	1.465,1	1.465,0	-12,3	192,4	2.628,7	2.436,3
2003	7.460,8	7.304,2	4.277,6	1.526,2	1.498,5	1,9	156,6	2.624,4	2.467,8
2004	7.736,0	7.574,4	4.425,2	1.580,1	1.563,1	6,0	161,5	2.822,5	2.660,9
2005	7.994,7	7.876,5	4.579,0	1.636,6	1.639,4	21,5	118,2	3.027,7	2.909,4
2005 III	2.008,4	1.980,6	1.153,2	410,3	414,2	2,9	27,8	770,8	743,0
IV	2.029,9	2.006,9	1.160,3	417,1	418,8	10,7	23,0	785,2	762,3
2006 I	2.048,6	2.030,4	1.174,7	419,9	427,6	8,3	18,2	816,0	797,8
II	2.079,0	2.059,4	1.184,1	425,1	440,5	9,7	19,6	830,6	811,0
III	2.101,1	2.080,2	1.196,5	425,4	445,9	12,4	20,9	853,1	832,2
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2005 III	0,6	0,5	0,7	0,5	1,4	-	-	2,6	2,4
IV	0,4	0,7	0,1	0,2	0,5	-	-	0,9	1,8
2006 I	0,8	0,4	0,7	1,2	1,2	-	-	3,5	2,5
II	1,0	1,0	0,3	0,1	2,3	-	-	1,1	1,1
III	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	-	-	1,8	2,4
<i>tasas de variación interanual</i>									
2002	0,9	0,4	0,8	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,0	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,5	1,2	2,3	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,6	1,3	1,3	2,5	-	-	4,3	5,3
2005 III	1,6	1,7	1,8	1,4	3,4	-	-	5,4	5,7
IV	1,8	2,0	1,1	1,6	3,3	-	-	5,0	5,8
2006 I	2,2	2,2	1,8	2,4	4,2	-	-	9,2	9,5
II	2,9	2,7	1,8	2,0	5,4	-	-	8,3	8,0
III	2,7	2,8	1,8	2,1	4,6	-	-	7,5	8,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005 III	0,6	0,5	0,4	0,1	0,3	-0,3	0,1	-	-
IV	0,4	0,7	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-	-
2006 I	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,5	0,4	-	-
II	1,0	1,0	0,2	0,0	0,5	0,3	0,0	-	-
III	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,2	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,2	-	-
2005 III	1,6	1,6	1,0	0,3	0,7	-0,4	0,0	-	-
IV	1,8	2,0	0,6	0,3	0,7	0,3	-0,2	-	-
2006 I	2,2	2,2	1,1	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
II	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
III	2,7	2,8	1,0	0,4	0,9	0,4	-0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 1 de la sección 7.3.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2002	6.517,7	153,0	1.383,7	374,2	1.389,5	1.746,7	1.470,6	733,6
2003	6.703,7	152,2	1.385,3	390,2	1.423,5	1.824,5	1.528,0	757,1
2004	6.943,3	157,5	1.420,3	413,8	1.472,3	1.897,8	1.581,6	792,6
2005	7.160,8	144,7	1.458,6	435,1	1.517,8	1.973,6	1.631,1	833,9
2005 III	1.797,5	36,1	366,2	109,9	381,7	496,1	407,5	210,8
IV	1.815,1	36,6	368,0	112,5	382,6	500,9	414,5	214,8
2006 I	1.831,0	36,4	373,2	114,2	385,6	507,8	413,9	217,6
II	1.858,7	37,2	377,4	117,5	391,6	514,5	420,5	220,2
III	1.880,4	37,8	382,4	120,6	396,4	522,7	420,6	220,6
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,6	22,8	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior¹⁾)								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2005 III	0,5	0,5	0,8	0,5	0,7	0,6	0,1	1,5
IV	0,4	0,5	0,5	1,0	0,5	0,2	0,2	0,5
2006 I	0,8	-2,5	1,4	-0,4	0,9	1,2	0,4	0,7
II	1,1	1,3	1,4	2,5	1,3	1,0	0,4	-0,1
III	0,6	0,2	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
<i>tasas de variación interanual</i>								
2002	0,9	-0,8	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,7	0,2
2003	0,7	-5,7	0,0	0,5	0,1	1,8	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,5	2,6	1,6	1,4	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,8	1,8	2,1	1,0	1,3
2005 III	1,5	-6,4	1,8	1,8	2,2	1,9	1,0	2,5
IV	1,7	-6,3	2,6	1,9	2,0	2,1	1,0	2,3
2006 I	2,1	-3,0	3,5	2,4	2,8	2,1	0,8	3,0
II	2,9	-0,2	4,2	3,6	3,4	3,0	1,2	2,7
III	2,9	-0,5	4,3	3,8	3,3	2,9	1,3	1,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005 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	0,2	0,3	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	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	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,5	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	0,6	0,2	-
2005 III	1,5	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,5	0,2	-
IV	1,7	-0,1	0,5	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2006 I	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
II	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,8	0,3	-
III	2,9	0,0	0,9	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 ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,1	103,6	1,2	1,3	1,1	0,8	2,6	0,5	-0,9	0,8	1,3	-0,1
2005 IV	1,9	104,9	2,1	2,3	2,3	2,4	3,0	1,2	1,9	1,1	2,0	0,8
2006 I	3,7	106,0	3,4	3,5	3,4	2,9	5,0	2,1	2,4	2,0	3,7	1,5
II	3,0	107,2	4,1	4,2	4,5	5,7	5,2	2,4	3,8	2,2	0,8	3,5
III	4,0	108,1	4,0	4,2	4,1	5,6	5,0	1,8	5,1	1,2	1,8	4,3
2006 May	4,2	107,8	5,5	6,3	6,6	6,9	8,1	4,2	8,2	3,5	-0,7	5,0
Jun	4,3	107,9	4,8	5,2	5,9	7,3	5,2	2,7	4,0	2,5	1,7	3,6
Jul	3,8	107,3	3,4	3,7	3,7	5,1	3,8	1,5	3,2	1,2	2,4	5,5
Ago	5,2	109,0	5,5	5,9	5,6	7,8	7,1	2,4	9,0	1,6	2,7	3,7
Sep	3,5	107,9	3,3	3,5	3,4	4,5	4,7	1,5	4,7	1,0	0,4	3,6
Oct	3,5	107,8	3,5	4,0	4,2	5,1	4,2	2,6	4,9	2,2	-0,7	4,4
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2006 May	2,0	-	1,7	2,1	2,4	2,2	2,8	1,7	4,3	1,3	-1,7	2,2
Jun	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,3	-0,7	-0,5	-1,4	-0,3	3,1	-0,4
Jul	-0,1	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	0,8	1,5
Ago	1,3	-	1,6	2,0	1,9	2,9	1,9	1,3	4,3	0,7	-1,5	-2,1
Sep	-0,8	-	-1,0	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,7	-3,2	-0,3	-0,9	1,1
Oct	-0,3	-	-0,1	-0,1	0,1	0,5	-0,8	0,3	0,1	0,3	-1,9	-0,5

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2003	98,4	0,3	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,4	7,4	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,9	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,3	0,7	1,7	2,6	1,3	936	1,6
2005 IV	117,6	7,4	113,3	4,2	2,3	107,3	1,3	0,7	1,7	3,1	1,7	934	-1,0
2006 I	117,5	12,0	115,5	9,0	2,2	107,4	0,8	0,2	1,2	1,4	2,2	946	2,0
II	118,5	7,9	118,2	6,4	3,0	107,9	1,7	0,7	2,4	2,5	3,4	958	2,4
III	122,7	10,1	119,7	6,4	3,2	108,6	1,8	0,9	2,5	2,9	4,4	937	-1,9
2006 Jun	117,9	5,5	118,1	6,4	2,8	108,0	1,4	0,8	1,7	1,6	2,4	950	-2,5
Jul	120,2	9,7	118,8	7,2	3,6	108,4	1,9	2,1	1,8	1,8	2,7	919	-4,7
Ago	124,8	14,4	120,8	9,2	3,6	109,1	2,2	0,0	4,0	7,1	5,7	938	-1,2
Sep	123,0	7,3	119,6	3,6	2,5	108,2	1,3	0,6	1,9	0,4	4,8	955	0,8
Oct	122,3	12,5	119,5	10,7	1,8	108,3	0,8	-1,1	2,0	1,3	4,2	943	-0,3
Nov	.	.	.	.	2,5	108,7	1,1	-0,2	2,2	.	.	965	4,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2006 Jun	-	-2,1	-	-1,6	0,2	-	0,2	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-	-1,8
Jul	-	2,0	-	0,5	0,6	-	0,4	0,6	0,1	0,3	0,3	-	-3,3
Ago	-	3,8	-	1,7	0,6	-	0,6	-1,0	1,8	3,6	2,7	-	2,1
Sep	-	-1,4	-	-0,9	-0,7	-	-0,8	0,1	-1,4	-4,2	-0,7	-	1,8
Oct	-	-0,6	-	-0,1	0,1	-	0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	-	-1,3
Nov	-	.	-	.	0,6	-	0,3	0,1	0,5	.	.	-	2,4

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,7	-5	-16	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	98,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	107,3	2	0	6	13	.	-9	-3	-9	15	-9
2005 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	108,6	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	110,3	6	6	4	15	.	-7	-3	-7	10	-9
2006 Jul	108,7	4	3	5	13	83,6	-8	-4	-10	13	-7
Ago	107,8	2	3	5	10	-	-9	-4	-10	11	-10
Sep	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7
Oct	110,4	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9
Nov	110,3	6	6	4	16	-	-7	-3	-7	10	-9
Dic	110,1	6	7	3	13	-	-6	-3	-5	9	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	-1	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-13	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	2	14	13	18	13	18	23
2005 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	19	14	19	25
IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2006 Jul	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
Ago	2	-4	8	3	6	13	15	19	13	20	25
Sep	4	0	9	3	8	12	15	18	12	19	24
Oct	3	-2	6	4	9	13	14	21	14	23	26
Nov	3	-4	10	3	10	14	11	19	12	19	26
Dic	2	-2	7	0	5	13	7	19	12	20	25

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período transcurrido desde enero de 1985.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	25,0	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	135.465	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,8
2004	136.427	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,5	0,9	1,9	1,5
2005	137.480	0,8	0,9	-0,1	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 III	137.538	0,7	0,9	-0,7	-2,3	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
IV	138.033	0,7	1,0	-0,8	-1,1	-1,2	2,4	0,6	2,6	0,8
2006 I	138.477	1,0	1,1	0,4	-0,4	-1,0	2,4	0,7	2,9	1,3
II	139.076	1,3	1,3	1,3	0,4	-0,6	2,3	1,2	3,7	1,3
III	139.593	1,4	1,5	1,1	-1,1	-0,5	2,9	1,3	4,0	1,4
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2005 III	0,316	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,7	0,3
IV	0,495	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,5	1,1	0,1
2006 I	0,444	0,3	0,2	0,7	-0,5	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,6
II	0,599	0,4	0,4	0,7	0,7	0,0	0,6	0,4	1,1	0,3
III	0,517	0,4	0,5	-0,1	-1,3	-0,1	0,7	0,3	1,1	0,5

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,5		51,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11.698	8,2	8.614	6,9	3.084	17,1	5.499	6,8	6.199	10,0
2003	12.482	8,7	9.289	7,4	3.193	17,9	5.958	7,4	6.524	10,4
2004	12.832	8,8	9.623	7,5	3.210	18,2	6.169	7,6	6.664	10,5
2005	12.658	8,6	9.564	7,4	3.094	17,8	6.135	7,5	6.522	10,1
2005 III	12.435	8,5	9.436	7,3	3.000	17,4	6.060	7,4	6.375	9,9
IV	12.454	8,5	9.425	7,3	3.029	17,6	5.934	7,2	6.519	10,1
2006 I	12.050	8,2	9.082	7,0	2.969	17,2	5.779	7,0	6.271	9,7
II	11.589	7,9	8.774	6,7	2.816	16,4	5.607	6,8	5.982	9,2
III	11.492	7,8	8.648	6,6	2.844	16,6	5.477	6,6	6.016	9,2
2006 Jun	11.528	7,8	8.732	6,7	2.796	16,3	5.562	6,7	5.966	9,2
Jul	11.489	7,8	8.668	6,6	2.821	16,4	5.511	6,7	5.978	9,2
Ago	11.521	7,8	8.666	6,6	2.855	16,6	5.496	6,6	6.025	9,3
Sep	11.467	7,8	8.611	6,6	2.856	16,6	5.423	6,6	6.044	9,3
Oct	11.406	7,7	8.565	6,6	2.841	16,6	5.361	6,5	6.045	9,3
Nov	11.226	7,6	8.489	6,5	2.737	16,1	5.247	6,3	5.979	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/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	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	8,7	2,9	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	9,1	2,8	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	9,3	2,9	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	9,4	3,0	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	9,2	2,8	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	9,1	2,5	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	8,9	2,4	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3			
2004	44,8	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0			
2005	45,2	44,7	11,7	8,7	2,7	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 ³⁾	
	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	48,3	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	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	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 (+)⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	0,0	-3,7	-0,4	-5,2	-0,3	-3,2	-2,9	2,1	-2,0	-0,5	-2,9	-2,5	4,1
2003	0,0	-4,0	0,3	-6,1	0,0	-4,2	-3,5	0,3	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,5	-7,8	-0,2	-3,7	-3,4	-1,1	-1,8	-1,2	-3,2	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,1	-5,2	1,1	-2,9	-4,1	-1,0	-0,3	-1,5	-6,0	-1,4	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 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	68,2	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	32,6
2005	70,8	2,4	11,8	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 ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1996	75,1	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	66,7	1,7
2002	68,2	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	70,8	58,1	6,8	5,4	0,5	8,7	62,1	4,7	14,7	26,1	30,0	69,6	1,2

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	103,3	60,3	32,2	110,7	52,5	58,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	29,1	41,3
2003	98,6	63,9	31,1	107,8	48,7	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	28,5	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,4	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	28,7	44,3
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,1	66,6	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	28,0	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 deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

1) 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).

2) Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.

3) 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).

4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.

5) 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.

6) Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.

7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

9) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.

10) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2000 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	44,1
2002 I	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,7	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	49,2	48,6	13,4	14,2	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	44,3	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	48,4	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	44,5
2006 I	42,9	42,3	10,4	13,3	15,3	1,6	0,8	0,6	0,3	39,3
II	46,0	45,4	12,7	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	Subven- ciones	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	2,4	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	21,2	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	46,7	43,3	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
III	46,2	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	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	21,5	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	50,8	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	42,8	10,1	4,8	3,0	24,9	21,3	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,1	-0,1
II	46,2	42,8	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)

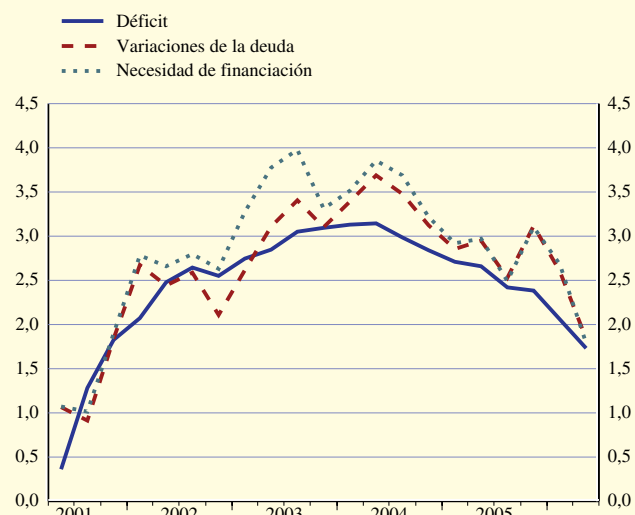
1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

	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	71,2	2,2	11,9	5,3	51,8
II	72,1	2,4	11,7	5,3	52,7
III	71,6	2,4	11,8	5,3	52,1
IV	70,8	2,4	11,8	4,9	51,6
2006 I	71,2	2,5	11,8	5,1	51,8
II	71,2	2,5	11,6	5,1	52,0

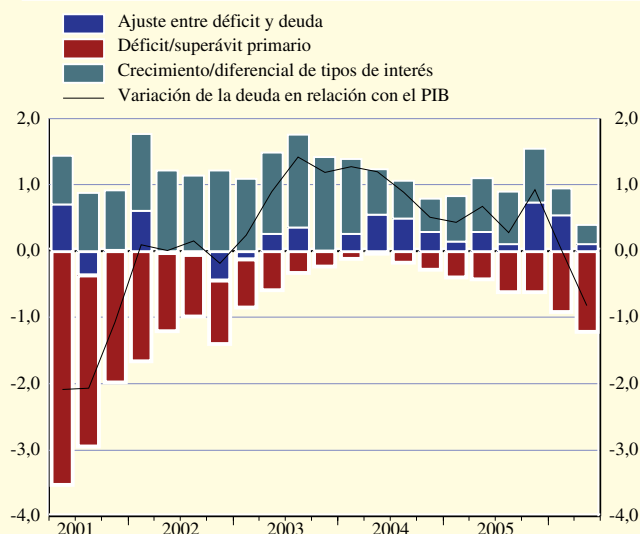
2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2003 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	0,3	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	7,3	-4,6	2,7	2,4	1,4	0,2	0,4	0,4	0,0	0,3	7,2
II	5,8	-1,4	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,6	5,7
III	0,4	-2,5	-2,1	-2,6	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,4
IV	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-0,1	-1,2	-0,6
2006 I	5,0	-3,1	1,9	1,6	1,1	0,1	0,7	-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	105,0	22,0	-38,1	-56,4	12,3	44,8	-0,5	-11,4	73,6	-14,4	-76,1	27,8	-44,3
2004	55,6	103,5	30,8	-19,8	-58,8	16,6	72,2	-21,1	-64,2	68,2	-6,6	-30,9	12,4	-51,1
2005	-8,2	48,2	36,0	-22,2	-70,2	11,9	3,7	37,4	-202,3	156,9	-10,7	75,5	18,0	-41,1
2005 III	-1,0	13,5	9,8	-4,1	-20,2	2,7	1,7	23,5	-107,3	78,1	-0,4	50,7	2,4	-25,2
IV	-8,1	3,9	11,0	-6,4	-16,6	4,6	-3,6	-42,4	-36,5	-49,5	-6,2	41,5	8,3	46,0
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
III	0,8	6,9	9,4	6,1	-21,6	2,0	2,8	43,7	-38,2	22,6	4,6	57,4	-2,7	-46,5
2005 Oct	-6,2	1,3	4,4	-6,2	-5,7	0,5	-5,7	-13,6	-12,9	-2,7	-4,2	6,1	0,1	19,3
Nov	-1,1	0,8	3,2	0,2	-5,2	0,9	-0,2	2,3	-6,4	-45,8	1,9	51,6	1,0	-2,2
Dic	-0,8	1,8	3,5	-0,4	-5,8	3,1	2,3	-31,1	-17,2	-1,0	-4,0	-16,1	7,2	28,8
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	-2,1	-2,8	0,2	7,2	-6,7	1,1	-1,0	-8,3	-7,6	-15,0	-3,8	18,8	-0,8	9,3
Sep	0,5	4,1	3,6	0,6	-7,9	0,1	0,6	39,7	-21,2	36,6	6,6	18,9	-1,0	-40,4
Oct	-0,4	4,7	3,3	-0,7	-7,7	0,4	0,1	-0,2	-12,8	23,2	7,2	-17,9	0,1	0,2
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2006 Oct	-21,9	17,8	36,2	-3,7	-72,2	9,4	-12,5	131,6	-118,3	120,8	-0,5	119,2	10,4	-119,1

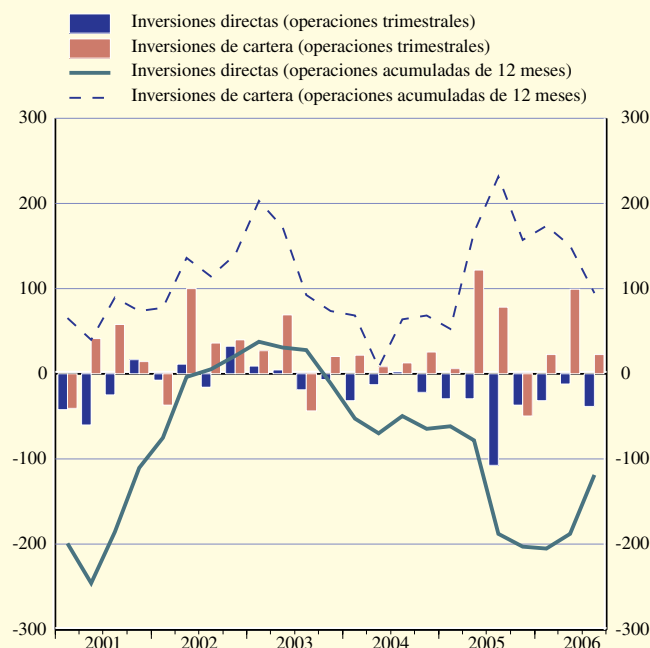
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

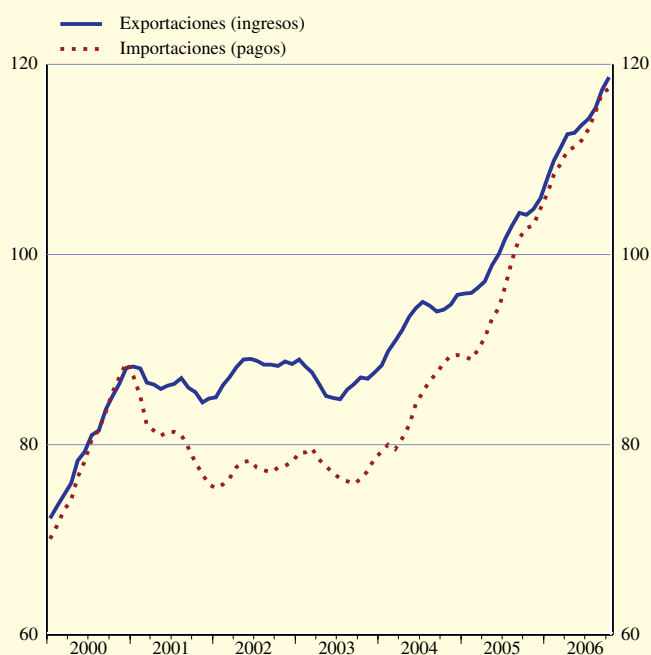
(mm de euros; operaciones)

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	1.696,5	1.664,1	32,4	1.036,8	931,9	334,2	312,2	242,7	280,9	82,8	139,2	23,9	11,5
2004	1.859,5	1.803,9	55,6	1.132,4	1.028,9	364,8	334,1	280,7	300,5	81,6	140,5	24,6	8,0
2005	2.048,4	2.056,7	-8,2	1.224,3	1.176,1	400,3	364,3	338,9	361,1	85,1	155,2	23,8	11,9
2005 III	520,0	520,9	-1,0	309,8	296,2	110,1	100,2	84,3	88,4	15,9	36,1	4,7	2,0
IV	555,1	563,2	-8,1	327,8	323,9	106,0	95,0	98,7	105,1	22,5	39,2	8,3	3,8
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
III	576,5	575,7	0,8	344,5	337,5	113,3	103,9	104,1	97,9	14,7	36,3	4,3	2,3
2006 Ago	188,1	190,2	-2,1	106,8	109,6	37,3	37,1	38,1	30,8	5,9	12,7	1,6	0,5
Sep	197,8	197,3	0,5	121,7	117,5	36,9	33,3	35,0	34,4	4,2	12,1	0,8	0,6
Oct	204,6	204,9	-0,4	128,5	123,8	37,5	34,1	33,7	34,4	4,9	12,6	1,2	0,8
	Datos desestacionalizados												
2005 III	524,4	531,7	-7,3	313,1	305,1	102,2	93,7	88,0	94,4	21,1	38,4	.	.
IV	535,7	549,6	-14,0	317,8	314,6	104,7	93,4	92,5	101,6	20,8	40,0	.	.
2006 I	559,4	565,9	-6,5	333,4	328,4	105,6	96,0	92,7	98,2	27,7	43,3	.	.
II	574,5	576,5	-2,0	340,7	335,8	106,6	97,8	106,0	106,8	21,3	36,1	.	.
III	586,9	591,8	-4,9	351,9	350,9	105,8	97,8	109,8	104,4	19,5	38,7	.	.
2006 Feb	195,8	197,9	-2,1	112,2	110,6	36,3	32,4	29,3	32,3	18,0	22,6	.	.
Mar	186,1	191,4	-5,3	112,3	110,1	34,6	31,8	32,8	36,5	6,4	13,0	.	.
Abr	185,6	185,8	-0,2	113,4	111,9	35,1	32,0	30,5	29,0	6,6	12,9	.	.
May	194,2	200,9	-6,7	112,5	111,8	35,6	33,0	38,7	43,9	7,3	12,2	.	.
Jun	194,7	189,8	4,9	114,8	112,1	35,9	32,8	36,8	33,9	7,3	11,0	.	.
Jul	190,4	192,5	-2,1	115,5	115,6	35,1	31,5	33,6	32,8	6,2	12,6	.	.
Ago	197,1	201,0	-3,9	115,9	117,2	35,2	33,6	38,4	36,6	7,5	13,5	.	.
Sep	199,5	198,4	1,1	120,4	118,1	35,5	32,7	37,7	35,0	5,8	12,6	.	.
Oct	198,2	198,3	0,0	119,6	116,9	35,4	33,3	35,8	32,8	7,5	15,3	.	.

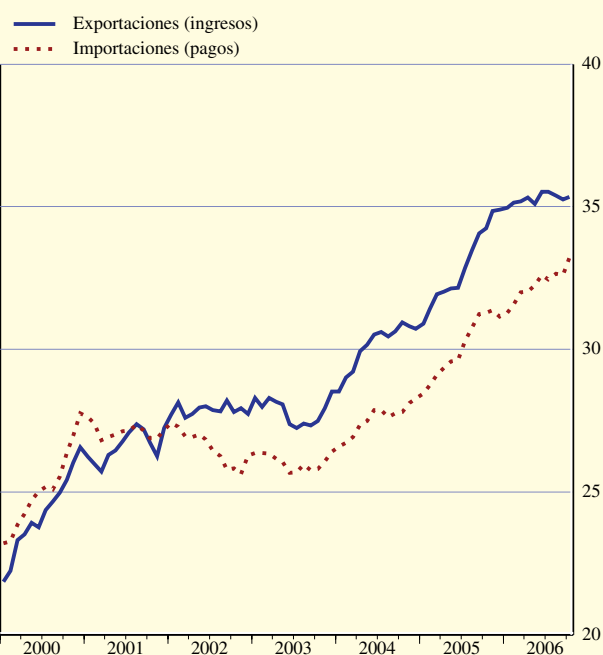
C32 Bienes

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



C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	15,1	7,5	227,7	273,4	64,7	57,8	10,3	10,8	18,7	52,9	65,6	79,4	68,4	72,6
2004	15,4	7,9	265,3	292,6	94,7	74,3	13,4	12,9	24,5	56,0	67,5	77,5	65,2	71,9
2005	15,7	9,4	323,2	351,6	112,7	89,4	13,8	13,8	31,2	71,4	78,9	80,0	86,6	97,1
2005 II	3,9	2,4	80,3	100,5	26,8	20,0	3,5	3,7	10,3	30,0	19,4	23,2	20,3	23,6
III	3,9	2,9	80,4	85,5	27,8	26,1	3,1	3,0	7,5	15,8	20,6	17,0	21,3	23,6
IV	4,0	2,5	94,7	102,6	36,4	33,4	4,1	4,2	7,3	14,0	21,3	22,5	25,5	28,5
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	-146,4	-130,3	-1,7	-128,6	-16,1	0,0	-16,1	135,0	125,1	3,1	122,0	10,0	0,1	9,9
2004	-154,8	-164,9	-21,4	-143,5	10,1	0,1	10,0	90,6	94,1	1,5	92,6	-3,5	0,5	-4,0
2005	-294,0	-234,5	-12,0	-222,5	-59,5	-0,2	-59,3	91,7	59,8	0,6	59,2	31,9	-0,3	32,2
2005 III	-133,6	-108,9	-5,3	-103,6	-24,6	0,0	-24,7	26,2	12,6	1,0	11,6	13,6	0,2	13,4
IV	-72,7	-58,4	-0,4	-58,0	-14,4	0,1	-14,4	36,2	26,8	-1,5	28,3	9,4	-0,4	9,8
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
III	-56,2	-52,6	-9,4	-43,2	-3,6	-0,1	-3,5	18,0	14,3	0,7	13,6	3,7	-0,4	4,1
2005 Oct	-22,4	-10,6	0,3	-10,8	-11,8	0,0	-11,7	9,4	11,5	0,3	11,3	-2,1	0,4	-2,5
Nov	-10,4	-7,2	0,1	-7,3	-3,2	-0,3	-2,9	4,0	2,5	-1,6	4,1	1,5	0,1	1,5
Dic	-39,9	-40,5	-0,8	-39,8	0,6	0,4	0,2	22,7	12,8	-0,2	12,9	10,0	-0,9	10,8
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	-8,2	-13,3	-3,1	-10,2	5,0	-0,1	5,1	0,6	5,0	0,3	4,7	-4,3	-0,1	-4,2
Sep	-34,9	-27,7	-5,1	-22,6	-7,3	0,0	-7,2	13,7	5,9	0,2	5,7	7,7	-0,2	7,9
Oct	-17,5	-10,2	-5,7	-4,5	-7,3	0,1	-7,4	4,6	-1,5	1,2	-2,7	6,2	1,4	4,8

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	No IFM		Pasivos	
			AAPP	AAPP	AAPP			Otros sectores							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-65,8	-2,6	110,4	-2,4	-45,0	-129,5	-0,2	200,0	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-84,2	-3,7	123,9	1,2	-81,9	-96,6	-2,1	272,1	0,0	-43,2	-15,2	0,1	14,5
2005	-0,1	-14,1	-120,4	-3,4	282,8	-0,7	-118,6	-137,9	-0,8	242,5	0,1	-14,3	0,0	0,1	37,7
2005 III	-0,1	-4,9	-27,6	-0,9	148,5	-0,4	-20,0	-44,9	0,1	16,3	0,1	-6,8	7,3	0,2	10,5
IV	0,0	-4,8	-53,8	-0,8	63,0	0,6	-24,6	-26,9	-0,2	18,5	0,1	-4,7	5,9	5,9	-22,6
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
III	0,0	-5,7	-20,1	.	73,6	-0,4	-45,4	-21,2	.	55,7	1,9	-15,7	-1,3	.	1,2
2005 Oct	0,0	4,6	-11,0	-	-3,8	0,6	-17,3	-9,6	-	19,6	0,0	6,4	3,2	-	4,7
Nov	0,0	-6,7	-20,7	-	11,3	0,1	-3,5	-13,7	-	2,5	0,1	-5,1	-1,7	-	-8,5
Dic	0,0	-2,7	-22,1	-	55,5	-0,2	-3,7	-3,7	-	-3,6	0,0	-6,0	4,3	-	-18,7
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	-	-2,5	0,0	-8,9	-8,1	-	8,4	1,0	0,0	1,9	-	2,9
Sep	0,0	-3,2	-7,0	-	30,6	-0,7	-26,1	-9,1	-	46,7	0,5	2,6	-1,3	-	3,5
Oct	0,0	-5,4	-1,3	-	17,0	-1,8	-16,2	-18,7	-	45,5	0,4	-5,0	-0,5	-	9,2

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	-252,2	176,0	-0,8	10,6	-0,2	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-98,5	-	34,0
2004	-314,4	283,5	-0,2	7,7	-1,5	-2,0	-3,6	-261,7	244,9	4,4	-17,4	-266,2	262,3	-50,9	-10,4	34,4
2005	-569,6	645,1	-0,6	6,7	5,2	-2,4	-2,4	-397,7	479,4	-98,6	51,7	-299,1	427,7	-176,5	-6,6	161,5
2005 III	-106,2	156,9	0,9	5,0	7,7	4,7	1,2	-86,7	123,1	-20,9	14,7	-65,8	108,4	-28,0	-16,0	27,6
IV	-129,0	170,5	-0,8	-0,9	-2,0	-1,1	-2,0	-88,4	120,0	-38,0	5,3	-50,4	114,8	-37,8	13,5	53,5
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
III	-158,3	215,7	-1,3	3,8	12,0	8,1	6,0	-120,2	165,0	-37,3	19,1	-82,9	145,9	-48,8	-7,2	40,8
2005 Oct	-53,1	59,2	0,1	-1,1	0,7	-0,3	1,8	-46,4	52,7	-3,8	3,3	-42,6	49,3	-7,4	3,3	5,8
Nov	-147,4	198,9	-0,9	2,2	-1,2	1,3	0,2	-113,0	174,5	-1,0	0,4	-112,0	174,0	-32,2	-3,8	22,0
Dic	71,4	-87,6	0,1	-2,0	-1,5	-2,1	-4,1	71,0	-107,1	-33,2	1,5	104,2	-108,6	1,8	13,9	25,6
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	-2,3	21,2	-2,5	1,3	0,5	-0,1	-0,5	7,9	18,4	-7,7	5,8	15,7	12,6	-8,2	-5,7	1,9
Sep	-102,3	121,2	0,5	2,5	4,5	1,4	4,7	-85,3	82,1	-16,5	5,7	-68,8	76,4	-22,0	1,3	31,9
Oct	-108,6	90,7	0,9	-0,9	-2,2	-3,8	-2,1	-84,3	67,7	-48,0	-2,2	-36,4	69,9	-22,9	2,2	26,0

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	10,7	0,0	-0,1	0,8	-0,2	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	7,7	0,1	0,0	-0,3	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,4	-0,2
2005	-0,5	-0,1	6,7	0,0	0,0	6,4	8,9	-2,4	-1,2	0,0	-2,2	-0,3
2005 II	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
III	0,9	0,0	4,9	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
IV	-0,8	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	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
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	-0,9	-95,3	-9,1	-86,3	-2,3	4,3	29,4	0,3
2004	-257,8	-3,9	242,0	2,9	-6,1	-40,6	-30,2	-10,4	-4,3	9,3	23,5	1,6
2005	-394,6	-3,1	477,8	1,6	-8,7	-151,4	-144,8	-6,6	-16,5	11,5	143,8	6,2
2005 II	-97,2	1,7	43,7	0,8	-5,9	-40,9	-62,0	21,1	-4,6	2,1	53,5	1,3
III	-81,5	-5,2	120,4	2,7	1,4	-22,9	-6,9	-16,0	-6,6	1,9	27,3	-1,7
IV	-91,9	3,5	124,8	-4,8	-1,9	-36,9	-50,3	13,5	0,9	4,9	47,7	0,9
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
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	27,8	1,7	0,0	-1,6	27,7	-2,5	1,9	-0,1	22,2	6,3	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,0	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2005 II	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,1	0,6	0,0	0,9	3,0	0,0	0,0
III	2,4	0,5	0,0	2,6	-0,7	1,4	1,4	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
IV	8,3	1,2	-0,1	3,0	4,2	-2,1	6,1	0,0	-1,9	2,0	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
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.

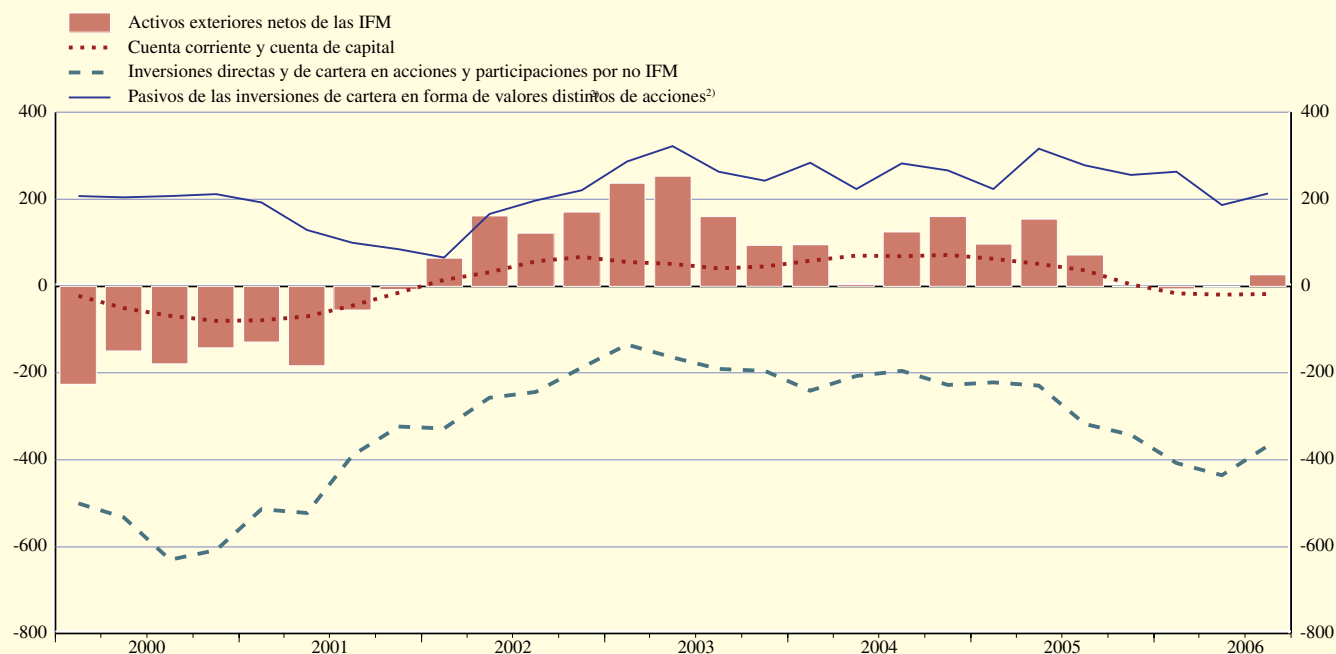
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	44,8	-144,7	135,0	-171,6	114,7	242,4	-98,8	30,6	-14,4	-44,3	93,8	93,7
2004	72,2	-133,6	90,1	-196,0	113,9	266,7	-52,5	30,8	-6,6	-51,1	134,0	160,8
2005	3,7	-281,8	92,0	-258,2	239,6	256,1	-171,3	159,1	-10,7	-41,1	-12,7	0,1
2005 III	1,7	-128,3	26,1	-65,1	153,0	20,1	-20,4	28,8	-0,4	-25,2	-9,7	-19,2
IV	-3,6	-72,4	36,6	-74,9	48,2	-7,8	-39,8	51,4	-6,2	46,0	-22,5	-15,0
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	100,1	-47,1	58,9	-1,7	-44,5	63,0	66,7
III	2,8	-46,7	18,4	-42,6	40,3	47,9	-36,8	46,9	4,6	-46,5	-11,8	8,1
2005 Oct	-5,7	-22,6	9,0	-17,3	-4,6	18,4	-6,7	7,7	-4,2	19,3	-6,7	-5,2
Nov	-0,2	-10,3	4,0	-36,1	11,3	-5,5	-33,5	22,2	1,9	-2,2	-48,2	-44,9
Dic	2,3	-39,5	23,6	-21,5	41,6	-20,6	0,4	21,5	-4,0	28,8	32,5	35,1
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	16,4	-2,0	9,8	1,9	-5,5	69,5	62,8
Jul	3,2	-11,8	3,8	-14,1	27,3	-1,0	-11,6	8,8	1,8	-15,4	-9,0	4,5
Ago	-1,0	-5,1	0,7	-11,1	2,6	3,8	-7,7	1,5	-3,8	9,3	-10,6	-12,0
Sep	0,6	-29,8	13,9	-17,4	10,4	45,0	-17,5	36,6	6,6	-40,4	7,9	15,6
Oct	0,1	-11,9	3,3	-20,5	6,4	31,7	-25,1	23,9	7,2	0,2	15,1	15,4
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2006 Oct	-12,5	-261,2	166,5	-264,4	244,6	227,3	-220,6	239,6	-0,5	-119,1	-0,2	46,3

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.196,2	797,3	44,9	70,1	421,7	201,7	58,9	29,6	54,8	144,0	376,0	794,5
Bienes	1.309,1	453,8	30,6	46,5	216,2	160,4	0,1	17,1	34,0	72,6	195,3	536,3
Servicios	419,3	147,4	8,3	11,3	101,5	21,1	5,2	6,1	12,1	40,6	78,2	135,0
Renta	382,5	135,1	5,6	11,6	94,1	18,0	5,8	5,9	8,0	24,6	95,6	113,3
de la cual: rentas de la inversión	366,4	129,8	5,5	11,4	92,4	17,9	2,6	5,9	7,9	18,5	94,2	110,2
Tranferencias corrientes	85,3	61,0	0,5	0,7	9,8	2,2	47,8	0,4	0,8	6,2	6,9	10,0
Cuenta de capital	23,5	19,9	0,0	0,1	0,8	0,3	18,7	0,0	0,0	0,4	0,5	2,6
Pagos												
Cuenta corriente	2.225,8	708,4	37,9	66,4	351,6	161,4	91,1	20,7	83,2	139,2	333,5	940,8
Bienes	1.288,2	365,2	26,2	43,1	167,2	128,7	0,0	10,0	52,4	65,6	124,7	670,2
Servicios	381,6	120,3	7,0	9,2	79,4	24,6	0,2	5,5	7,6	31,0	86,2	131,0
Renta	401,9	126,9	4,2	13,4	96,8	6,7	5,8	4,0	22,8	37,3	114,7	96,1
de la cual: rentas de la inversión	391,6	121,9	4,2	13,3	95,8	2,8	5,8	3,9	22,7	36,7	113,8	92,5
Tranferencias corrientes	154,1	96,0	0,5	0,8	8,2	1,4	85,1	1,2	0,3	5,3	7,8	43,5
Cuenta de capital	13,2	1,4	0,0	0,2	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	1,1	10,2
Neto												
Cuenta corriente	-29,6	88,8	7,1	3,7	70,0	40,3	-32,2	8,9	-28,4	4,8	42,5	-146,3
Bienes	20,9	88,6	4,4	3,4	49,0	31,7	0,1	7,1	-18,4	7,0	70,6	-133,9
Servicios	37,7	27,1	1,2	2,2	22,1	-3,5	5,0	0,6	4,5	9,6	-8,0	4,0
Renta	-19,4	8,2	1,4	-1,8	-2,7	11,3	0,0	1,9	-14,8	-12,7	-19,1	17,1
de la cual: rentas de la inversión	-25,2	7,9	1,4	-1,8	-3,4	15,0	-3,2	1,9	-14,8	-18,3	-19,7	17,7
Tranferencias corrientes	-68,8	-35,0	0,0	-0,1	1,6	0,8	-37,3	-0,8	0,4	0,9	-1,0	-33,4
Cuenta de capital	10,3	18,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	18,5	-0,1	0,0	0,1	-0,6	-7,6

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
Inversiones directas	-187,5	-128,6	2,7	13,6	-121,4	-23,5	0,0	-1,7	1,2	2,2	-20,2	9,2	-49,5
En el exterior	-367,9	-243,6	1,6	3,7	-224,9	-23,9	0,0	-6,8	-2,6	-7,6	-31,3	-19,8	-56,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-297,6	-221,3	0,3	-0,1	-199,2	-22,2	0,0	-2,3	-2,0	-7,3	-4,9	-10,4	-49,4
Otro capital	-70,2	-22,3	1,3	3,7	-25,6	-1,7	0,0	-4,6	-0,6	-0,2	-26,4	-9,4	-6,8
En la zona del euro	180,3	115,0	1,1	10,0	103,5	0,4	0,0	5,1	3,9	9,7	11,0	29,0	6,7
Acc. y particip/ beneficios reinv.	140,8	89,4	0,3	9,4	78,3	1,3	0,0	4,3	3,6	9,1	-9,6	38,5	5,6
Otro capital	39,5	25,6	0,8	0,5	25,2	-1,0	0,0	0,8	0,2	0,6	20,6	-9,5	1,1

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
Inversiones de cartera: activos	-440,9	-125,9	0,4	-12,3	-100,1	-11,4	-2,5	-9,6	-32,9	1,9	-99,8	-77,2	-97,3
Acciones y participaciones	-169,1	-14,3	0,7	-5,5	-9,1	-0,4	0,0	-4,4	-23,2	4,7	-51,3	-24,6	-55,9
Valores distintos de acciones	-271,7	-111,5	-0,4	-6,7	-90,9	-11,0	-2,5	-5,2	-9,7	-2,8	-48,5	-52,6	-41,3
Bonos y obligaciones	-255,3	-101,1	-0,5	-3,6	-80,9	-13,1	-3,1	-4,2	-6,1	-1,2	-51,7	-49,5	-41,5
Inst. del mercado monetario	-16,4	-10,4	0,1	-3,1	-10,0	2,1	0,5	-1,1	-3,6	-1,6	3,2	-3,1	0,2

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
Otras inversiones	136,5	5,2	-8,8	13,5	0,8	-12,0	11,8	-2,6	35,1	-19,2	45,1	56,6	9,3	6,9
Activos	-557,4	-383,8	-25,4	4,7	-336,3	-26,5	-0,3	-3,9	18,4	-41,7	7,3	-59,3	-2,4	-91,9
AAPP	2,1	-5,4	1,4	-0,8	-5,5	0,2	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,3	8,2
IFM	-371,7	-217,1	-26,0	5,2	-173,0	-23,5	0,3	-3,3	16,9	-36,9	-7,3	-46,1	-0,7	-77,1
Otros sectores	-187,8	-161,3	-0,8	0,3	-157,8	-3,2	0,2	-0,8	1,5	-4,8	14,1	-13,2	-0,4	-23,0
Pasivos	693,9	389,0	16,6	8,8	337,1	14,5	12,1	1,3	16,7	22,4	37,8	116,0	11,7	98,8
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	-0,2	0,1
IFM	488,5	225,8	16,0	7,6	188,6	12,2	1,3	1,7	14,0	17,7	17,3	111,6	11,7	88,7
Otros sectores	209,5	166,1	0,6	1,2	151,0	2,3	11,1	-0,3	2,7	5,0	21,3	4,4	0,2	10,0

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							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	327,8	-157,7	0,8	-17,3	-292,9	151,7	-0,2	25,2	4,7	36,2	-1,5	-13,9	-0,3	435,2
En el exterior	2.712,4	941,2	33,8	81,0	651,8	174,7	0,0	76,1	68,8	241,8	558,0	316,0	0,0	510,4
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.186,8	738,9	29,7	56,8	502,1	150,3	0,0	64,9	63,6	193,7	419,2	297,0	0,0	409,5
Otro capital	525,6	202,3	4,1	24,2	149,6	24,5	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	100,9
En la zona del euro	2.384,6	1.099,0	32,9	98,3	944,6	23,0	0,2	50,9	64,1	205,6	559,5	329,9	0,3	75,2
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.776,3	873,3	26,8	81,9	757,0	7,5	0,1	45,9	53,5	141,2	396,0	199,7	0,0	66,8
Otro capital	608,3	225,7	6,1	16,4	187,6	15,5	0,1	5,1	10,7	64,4	163,5	130,2	0,3	8,4
Inversiones de cartera: activos	3.873,8	1.199,6	61,2	119,3	860,7	88,5	69,9	83,3	270,3	122,3	1.305,1	411,4	30,8	451,0
Acciones y participaciones	1.733,0	421,9	10,9	46,5	342,2	22,2	0,0	21,6	182,3	112,1	616,5	155,6	1,4	221,6
Valores distintos de acciones	2.140,8	777,8	50,3	72,8	518,6	66,3	69,9	61,7	87,9	10,2	688,6	255,7	29,4	229,4
Bonos y obligaciones	1.826,1	649,4	45,9	61,6	407,8	64,3	69,8	60,2	62,3	7,8	589,4	228,5	28,7	199,7
Inst. del mercado monetario	314,7	128,4	4,3	11,2	110,8	2,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	29,7
Otras inversiones	-296,0	-49,5	51,8	15,4	17,8	9,1	-143,7	4,5	9,4	-81,7	-13,9	-216,5	-22,7	74,5
Activos	3.671,4	1.866,6	77,0	61,9	1.618,0	100,0	9,7	21,7	92,5	208,8	509,6	354,1	41,8	576,2
AAPP	101,8	17,8	0,2	0,3	8,9	1,0	7,4	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	43,4
IFM	2.523,5	1.432,2	65,7	44,5	1.242,9	78,2	0,9	11,6	67,1	121,8	315,5	245,0	5,3	325,0
Otros sectores	1.046,0	416,6	11,0	17,1	366,3	20,8	1,4	10,0	25,4	87,0	190,7	107,9	0,6	207,8
Pasivos	3.967,3	1.916,1	25,1	46,5	1.600,1	90,9	153,5	17,2	83,1	290,5	523,5	570,7	64,5	501,8
AAPP	46,2	23,5	0,0	0,3	3,3	0,0	20,0	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,2	11,1
IFM	3.180,7	1.488,7	20,0	26,3	1.270,5	71,4	100,5	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	59,9	401,8
Otros sectores	740,4	403,9	5,2	20,0	326,3	19,5	33,0	5,0	26,8	46,6	115,5	52,3	1,4	88,9

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión reinvertidos (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	-709,9	-9,8	181,4	-943,1	-12,6	-301,7	366,1
2003	-781,2	-10,5	90,7	-919,3	-7,5	-251,8	306,7
2004	-824,8	-10,6	109,7	-1.001,2	-14,9	-199,5	281,0
2005	-811,1	-10,1	327,8	-1.148,7	-14,4	-296,0	320,1
2006 I	-960,3	-11,5	327,7	-1.217,9	-6,7	-390,6	327,2
II	-955,0	-11,4	340,7	-1.280,3	-2,0	-337,2	323,8
Activos: saldos vivos							
2002	7.427,6	102,5	2.007,3	2.292,6	133,1	2.628,5	366,1
2003	7.970,9	106,9	2.171,1	2.659,0	160,8	2.673,4	306,7
2004	8.775,6	113,3	2.338,5	3.035,8	174,1	2.946,2	281,0
2005	10.813,8	135,2	2.712,4	3.873,8	236,1	3.671,4	320,1
2006 I	11.277,9	134,9	2.747,5	4.082,3	269,7	3.851,3	327,2
II	11.297,5	135,2	2.837,0	3.963,5	268,3	3.904,9	323,8
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.137,6	112,3	1.826,0	3.235,8	145,7	2.930,2	-
2003	8.752,1	117,4	2.080,3	3.578,3	168,3	2.925,2	-
2004	9.600,5	123,9	2.228,8	4.037,0	189,0	3.145,7	-
2005	11.624,9	145,3	2.384,6	5.022,5	250,5	3.967,3	-
2006 I	12.238,3	146,4	2.419,8	5.300,2	276,4	4.241,9	-
II	12.252,5	146,6	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	1.546,4	132,7	1.413,7	460,9	1,6	459,3	1.294,8	42,1	1.252,7	531,1	2,9	528,3
2003	1.728,7	124,8	1.603,8	442,4	2,1	440,3	1.508,6	46,3	1.462,3	571,8	3,2	568,6
2004	1.899,2	145,0	1.754,2	439,3	3,1	436,2	1.659,7	44,0	1.615,8	569,1	8,2	560,9
2005	2.186,8	167,1	2.019,7	525,6	6,9	518,8	1.776,3	46,0	1.730,3	608,3	10,1	598,2
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	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores			AAPP	Otros sectores				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.662,1	1,2	189,4	1,2	47,1	209,3		
2003	1,7	53,6	11,5	1.026,4	1.570,7	8,3	461,1	8,0	846,7	1.759,6	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0		
2004	2,1	74,0	16,1	1.160,6	1.756,4	6,2	541,6	9,7	938,6	2.045,4	0,9	231,5	0,4	54,2	235,2		
2005	3,0	100,6	26,6	1.602,9	2.428,5	6,6	693,6	11,5	1.114,3	2.276,2	0,8	260,6	0,4	52,9	317,7		
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	1,4	62,9	58,2	4,7	54,5	0,1	42,3	13,8
2003	4,4	0,6	66,0	0,2	0,2	59,4	53,6	5,8	41,6	0,0	42,0	3,8
2004	4,5	0,1	74,4	0,2	0,2	62,7	54,5	8,3	41,7	0,0	42,1	3,4
2005	4,8	0,2	82,2	0,2	0,1	58,0	46,2	11,8	43,7	0,0	42,6	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	174,4	493,8	205,7	288,1	90,7	104,7	364,5	47,8
2003	1.739,8	38,4	2.243,1	30,9	168,9	535,9	207,0	328,9	84,2	107,0	386,4	45,7
2004	1.957,6	45,2	2.423,5	42,1	172,0	568,7	237,1	331,6	93,4	110,0	400,2	49,7
2005	2.462,3	56,2	3.046,0	52,3	184,5	729,8	374,8	355,0	131,7	124,9	546,4	69,1
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 pre- terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	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	-19,1
2006 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
Oct	325,5	174,7	367,426	4,4	5,9	140,5	4,1	22,0	114,4	-	-	-	0,0	0,0	23,6	-18,6
Nov	327,0	179,4	366,229	4,3	5,4	137,9	4,0	20,2	113,3	-	-	-	0,4	0,0	24,5	-19,8
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	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 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
Oct	40,6	10,1	21,312	0,2	0,0	30,2	0,8	3,3	26,2	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,2
Nov	40,1	10,4	21,312	0,2	0,0	29,4	0,8	3,4	25,2	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,1

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	512,8	227,8	309,5	949,2	984,6	559,5	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,2	501,3	222,8	300,3	924,0	990,4	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,8	247,4	313,6	999,4	1.075,3	605,4	184,1	256,3	770,3	129,5
2005	7,7	13,4	1.241,5	593,0	270,4	333,8	1.072,6	1.224,7	705,7	207,1	276,4	847,5	186,1
2005 II	6,8	12,1	304,2	145,9	65,9	82,4	261,0	295,1	169,4	51,4	67,1	202,8	42,1
III	10,1	15,6	320,1	151,2	71,7	85,8	275,4	319,5	185,3	54,2	71,1	218,6	53,2
IV	9,8	15,7	324,1	155,6	69,5	86,4	279,1	329,2	189,1	56,4	72,7	226,0	53,5
2006 I	15,8	22,2	332,6	159,3	71,1	89,1	285,2	336,3	197,3	52,5	73,9	224,7	55,8
II	9,3	14,1	339,4	162,3	71,5	89,6	291,4	344,3	204,0	52,0	74,5	233,1	56,4
III	7,8	10,1	347,1	166,6	72,0	90,7	297,5	355,2	212,6	50,6	75,3	238,6	59,8
2006 May	14,4	20,3	113,1	54,2	23,8	30,3	97,5	115,0	69,2	17,5	25,2	77,6	19,9
Jun	8,3	13,3	113,6	54,4	24,0	30,1	97,8	115,3	68,7	17,5	24,8	78,4	18,8
Jul	7,4	12,5	111,5	53,7	22,8	29,4	95,6	117,2	69,7	16,5	24,8	78,5	19,5
Ago	7,7	10,6	115,2	55,3	23,7	30,7	99,3	120,0	73,5	17,3	25,3	80,3	21,6
Sep	8,3	7,4	120,4	57,7	25,4	30,6	102,7	118,0	69,4	16,8	25,2	79,8	18,7
Oct	16,8	14,7	120,4	57,5	25,0	31,2	102,0	118,7	71,2	17,1	25,9	80,2	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,4	98,1	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,1	114,9	109,3	101,9	100,4	95,4	110,5	100,1	104,9
2004	9,1	6,7	118,2	115,4	121,5	119,9	118,7	107,9	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,8	5,2	124,4	120,1	131,2	124,9	124,8	114,1	108,1	122,5	124,7	116,0	110,6
2005 II	4,7	6,2	122,9	119,4	128,3	124,4	122,1	112,5	107,0	122,8	122,8	112,1	107,0
III	6,9	5,9	127,5	121,6	138,4	127,4	127,5	116,2	109,7	126,8	127,3	119,0	115,2
IV	5,6	5,4	127,8	123,6	133,7	127,3	128,4	117,5	109,1	131,9	127,8	121,8	111,7
2006 I	10,6	8,2	129,4	124,8	135,4	129,8	130,0	116,4	109,6	121,0	128,7	119,2	108,4
II	5,1	3,3	131,9	127,2	136,7	130,1	132,9	118,8	111,4	122,5	130,3	123,9	104,2
III	4,8	3,7	134,5	129,2	138,0	131,8	135,2	121,8	115,5	120,6	130,0	125,6	113,7
2006 May	9,3	7,3	131,8	127,4	136,1	132,1	133,3	119,0	113,6	123,2	131,6	123,2	110,1
Jun	4,8	4,5	132,4	127,8	137,8	130,8	133,8	119,4	112,1	124,8	131,4	126,1	102,6
Jul	4,3	4,6	129,9	125,6	131,5	128,0	130,8	120,1	112,7	118,1	128,4	124,4	108,3
Ago	4,5	3,7	133,6	127,9	136,1	133,6	135,1	122,9	119,3	122,8	130,6	126,6	121,6
Sep	5,6	3,0	139,9	134,2	146,4	133,9	139,6	122,4	114,6	120,9	130,9	125,7	111,2
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,6	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,4
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 II	2,0	5,5	98,7	99,2	95,0	100,9	97,7	102,3	107,3	91,6	99,0	97,2	128,2
III	3,0	9,2	100,1	101,0	95,8	102,5	98,7	107,2	114,4	93,4	101,1	98,7	150,4
IV	4,0	9,8	101,1	102,3	96,2	103,4	99,3	109,3	117,4	93,5	103,0	99,6	156,2
2006 I	4,7	13,0	102,5	103,6	97,1	104,5	100,3	112,7	121,8	95,0	104,1	101,3	167,9
II	4,0	10,5	102,6	103,6	96,8	104,9	100,2	113,1	124,0	92,8	103,5	101,0	176,3
III	2,8	6,2	102,9	104,7	96,5	104,7	100,6	113,8	124,6	91,7	104,9	102,1	171,5
2006 May	4,7	12,1	102,6	103,7	97,3	104,7	100,2	113,1	123,8	93,1	104,0	101,5	176,5
Jun	3,3	8,4	102,7	103,8	96,6	105,2	100,3	112,9	124,4	91,7	102,4	100,2	178,9
Jul	2,9	7,6	102,7	104,1	96,4	104,9	100,1	114,2	125,7	91,4	104,7	101,7	175,9
Ago	3,1	6,7	103,1	105,3	96,7	104,8	100,8	114,3	125,1	92,3	105,1	102,2	173,7
Sep	2,5	4,3	102,9	104,7	96,4	104,5	100,8	112,8	123,0	91,4	104,7	102,3	164,8
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2002	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,0	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,5	100,3
2003	1.060,2	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,7	101,2
2004	1.146,9	25,6	41,8	203,9	128,1	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	113,0
2005	1.241,5	28,9	45,0	202,9	144,7	43,1	70,7	34,6	185,2	43,4	34,1	166,0	73,0	47,0	123,1
2005 II	304,2	7,2	11,1	49,8	34,7	10,5	17,1	8,2	45,3	10,0	8,5	40,6	17,2	11,4	32,6
III	320,1	7,4	11,4	51,3	36,7	11,3	17,9	9,1	47,3	11,4	8,5	44,1	19,4	12,2	32,3
IV	324,1	7,6	11,4	51,6	39,1	11,4	18,0	9,5	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,3	32,3
2006 I	332,6	7,5	11,6	52,6	40,7	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,3	32,5
II	339,4	7,7	12,2	53,9	42,9	13,0	18,3	9,8	49,4	12,8	8,4	45,1	19,2	13,3	33,5
III	347,1	7,7	12,8	54,9	45,1	14,2	19,3	9,5	48,9	13,5	8,5	45,8	19,0	13,4	34,4
2006 May	113,1	2,6	4,1	17,9	14,1	4,3	6,1	3,3	16,6	4,2	2,8	14,6	6,3	4,4	11,8
Jun	113,6	2,6	4,2	18,2	14,3	4,5	6,1	3,3	16,2	4,4	2,8	15,2	6,5	4,5	10,8
Jul	111,5	2,6	4,3	17,8	14,6	4,5	6,4	3,0	16,1	4,3	2,8	14,8	6,2	4,3	9,9
Ago	115,2	2,6	4,3	19,0	14,9	4,6	6,4	3,2	16,4	4,5	2,8	14,7	6,2	4,5	11,0
Sep	120,4	2,6	4,3	18,1	15,5	5,1	6,5	3,3	16,4	4,8	2,9	16,3	6,5	4,7	13,5
Oct	120,4	.	.	.	.	5,2	7,1	3,1	16,2	4,8	2,9	15,8	6,2	4,8	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,7	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,7	13,4	5,9	3,8	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
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	80,5
2003	990,4	23,7	37,0	138,9	102,1	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,2	141,8	68,9	39,8	84,0
2004	1.075,3	25,3	39,6	144,0	107,2	56,4	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,7	45,1	88,4
2005	1.224,7	26,3	42,2	152,4	118,1	75,9	57,9	24,9	120,2	118,1	53,0	190,0	96,0	53,5	96,2
2005 II	295,1	6,6	10,3	36,9	29,2	18,4	14,3	5,8	29,8	27,9	12,5	43,9	22,3	12,3	24,8
III	319,5	6,6	10,7	39,5	30,0	20,0	14,8	6,1	30,9	31,4	13,7	51,0	26,6	14,0	24,3
IV	329,2	6,6	11,1	39,6	30,9	20,5	15,3	6,7	31,0	32,5	13,9	53,1	26,6	15,0	26,4
2006 I	336,3	6,7	11,3	40,8	32,2	23,8	15,1	6,7	31,8	33,4	13,9	51,3	26,9	15,7	26,8
II	344,3	6,7	11,4	43,1	34,2	24,9	15,4	7,5	31,8	34,6	14,0	53,3	27,1	15,9	24,5
III	355,2	7,0	12,2	41,6	36,2	24,1	15,9	7,2	32,0	35,6	14,1	55,5	27,6	16,5	29,8
2006 May	115,0	2,3	3,9	14,6	11,4	8,6	5,1	2,5	10,5	11,4	4,7	18,0	9,2	5,3	7,7
Jun	115,3	2,2	3,9	14,0	11,6	8,5	5,3	2,5	10,8	11,9	4,9	17,4	9,0	5,4	8,0
Jul	117,2	2,5	4,1	14,0	11,9	7,7	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	8,9	5,6	9,6
Ago	120,0	2,2	4,0	14,2	12,0	8,8	5,3	2,4	10,7	11,7	4,8	18,7	10,0	5,5	9,6
Sep	118,0	2,3	4,1	13,4	12,4	7,7	5,3	2,4	10,6	12,2	4,6	18,4	8,6	5,4	10,7
Oct	118,7	.	.	.	.	7,4	5,1	2,3	10,7	12,6	4,6	18,3	9,1	5,7	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2005	100,0	2,2	3,4	12,5	9,7	6,2	4,7	2,0	9,8	9,6	4,3	15,5	7,8	4,4	7,8
Saldo															
2002	98,9	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,1	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,1	19,7
2003	69,7	1,2	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-2,0	17,2
2004	71,5	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,1	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,7	-11,3	-8,9	-4,5	24,6
2005	16,8	2,6	2,8	50,5	26,6	-32,8	12,7	9,7	65,0	-74,7	-19,0	-24,0	-23,0	-6,6	26,9
2005 II	9,1	0,5	0,8	12,9	5,4	-7,8	2,8	2,3	15,5	-17,8	-4,1	-3,3	-5,0	-0,9	7,8
III	0,6	0,8	0,6	11,8	6,7	-8,7	3,1	2,9	16,4	-20,1	-5,1	-6,9	-7,2	-1,8	8,0
IV	-5,1	0,9	0,4	12,0	8,2	-9,0	2,6	2,8	17,9	-20,8	-5,3	-10,6	-7,3	-2,7	5,9
2006 I	-3,7	0,8	0,3	11,9	8,4	-11,7	2,9	3,0	18,5	-21,0	-5,1	-7,3	-7,9	-2,4	5,7
II	-4,9	1,0	0,7	10,8	8,7	-12,0	2,9	2,3	17,7	-21,8	-5,7	-8,1	-7,9	-2,6	9,0
III	-8,1	0,7	0,6	13,3	8,9	-9,9	3,4	2,3	16,9	-22,1	-5,6	-9,7	-8,6	-3,1	4,6
2006 May	-1,9	0,3	0,2	3,3	2,7	-4,3	1,1	0,9	6,0	-7,2	-1,8	-3,4	-2,9	-0,9	4,2
Jun	-1,6	0,5	0,3	4,3	2,7	-4,1	0,9	0,8	5,4	-7,5	-2,1	-2,2	-2,5	-0,9	2,8
Jul	-5,7	0,1	0,2	3,8	2,8	-3,2	1,1	0,7	5,4	-7,4	-1,9	-3,5	-2,7	-1,3	0,3
Ago	-4,9	0,3	0,3	4,8	3,0	-4,1	1,1	0,8	5,7	-7,3	-2,0	-4,0	-3,8	-1,0	1,5
Sep	2,4	0,3	0,2	4,7	3,2	-2,6	1,2	0,9	5,8	-7,4	-1,7	-2,2	-2,1	-0,8	2,8
Oct	1,7	.	.	.	.	-2,2	1,9	0,8	5,5	-7,8	-1,8	-2,5	-2,9	-0,9	.

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

TIPOS DE CAMBIO

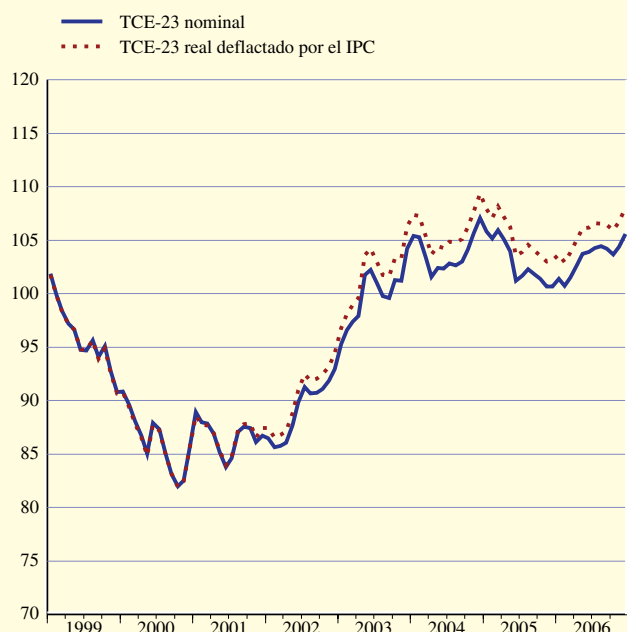
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2004	103,8	105,9	105,2	104,4	100,7	103,2	111,0	105,4	
2005	102,9	105,2	103,6	102,5	98,5	101,2	109,5	103,5	
2006	103,4	105,7	104,3	.	.	.	109,8	103,3	
2005 IV	100,9	103,2	101,1	100,6	95,8	98,6	107,2	101,2	
2006 I	101,2	103,5	102,0	100,6	95,2	98,5	107,2	101,0	
II	103,5	105,8	104,3	102,7	96,5	100,3	109,9	103,5	
III	104,3	106,5	105,1	103,4	97,0	100,4	111,0	104,3	
IV	104,5	106,9	105,7	.	.	.	111,1	104,3	
2005 Dic	100,7	103,1	101,0	-	-	-	106,9	101,0	
2006 Ene	101,4	103,7	101,9	-	-	-	107,5	101,3	
Feb	100,7	102,9	101,7	-	-	-	106,6	100,4	
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	106,2	104,6	-	-	-	110,3	103,9	
Jun	103,9	106,2	104,6	-	-	-	110,9	104,3	
Jul	104,3	106,6	105,2	-	-	-	111,0	104,5	
Ago	104,4	106,6	105,2	-	-	-	111,1	104,3	
Sep	104,2	106,4	104,9	-	-	-	110,9	104,1	
Oct	103,7	105,9	104,9	-	-	-	110,2	103,5	
Nov	104,4	106,7	105,4	-	-	-	110,9	104,2	
Dic	105,6	108,0	106,6	-	-	-	112,1	105,2	
				% variación sobre mes anterior					
2006 Dic	1,2	1,2	1,1	-	-	-	1,0	1,0	
				% variación sobre año anterior					
2006 Dic	4,8	4,7	5,6	-	-	-	4,9	4,2	

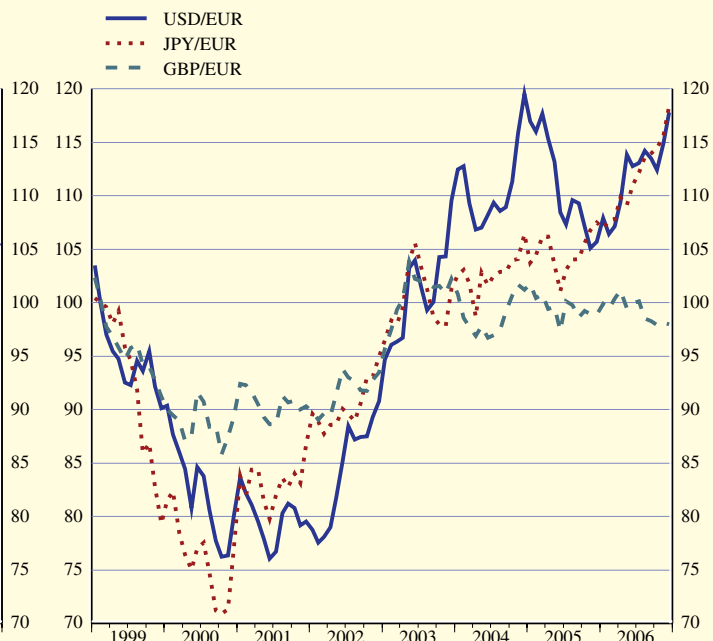
C35 Tipos de cambio efectivos

(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	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2006 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
IV	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1.209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2006 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
Nov	7,4564	9,1008	0,67397	1,2881	151,11	1,5922	1.205,01	10,0246	2,0049	1,4635	8,2446	1,6684
Dic	7,4549	9,0377	0,67286	1,3213	154,82	1,5969	1.222,34	10,2704	2,0354	1,5212	8,1575	1,6814
% variación sobre mes anterior												
2006 Dic	0,0	-0,7	-0,2	2,6	2,5	0,3	1,4	2,5	1,5	3,9	-1,1	0,8
% variación sobre año anterior												
2006 Dic	0,0	-4,2	-0,9	11,4	10,1	3,2	0,8	11,7	2,5	10,4	2,3	5,2

	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	239,60	37,234	1,9558	3,5258
2006 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
IV	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	239,63	35,929	1,9558	3,4791
2006 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
Nov	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	239,64	35,884	1,9558	3,4955
Dic	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	239,66	34,967	1,9558	3,4137
% variación sobre mes anterior												
2006 Dic	-0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	-1,9	0,0	-0,3	0,0	-2,6	0,0	-2,3
% variación sobre año anterior												
2006 Dic	-4,1	0,0	0,8	0,1	0,0	0,5	0,0	-1,0	0,1	-7,7	0,0	-6,7

	Yuan renminbi chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandés ²⁾	Nueva lira turca ³⁾
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
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	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090
2006 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
IV	10,1339	7,3657	88,94	11.771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781
2006 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
Nov	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786
Dic	10,3356	7,3564	91,59	12.003,18	4,6909	1,9094	65,274	34,7316	9,3092	47,224	1,8920
% variación sobre mes anterior											
2006 Dic	2,0	0,1	2,6	2,0	0,0	-0,9	1,7	1,4	-0,6	0,4	0,7
% variación sobre año anterior											
2006 Dic	7,9	-0,4	21,5	2,8	4,7	11,8	2,9	1,7	23,4	-3,1	18,0

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

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	5,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	.	2,1	1,9	4,4	2,2	.	3,8	.	.	.	.	.	.	.
2006 II	8,3	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	7,2	4,6	1,9	2,2
2006 III	6,7	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	5,9	4,8	1,5	2,4
2006 IV	.	1,1	1,6	4,5	1,5	.	4,2	.	.	.	.	.	.	.
2006 Ago	6,8	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	6,1	5,0	1,6	2,5
2006 Sep	5,6	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	5,5	4,5	1,2	2,4
2006 Oct	5,7	0,8	1,4	3,8	1,7	5,6	3,7	6,3	1,7	1,1	4,8	3,1	1,2	2,4
2006 Nov	6,1	1,0	1,8	4,7	1,3	6,3	4,4	6,4	0,9	1,3	4,7	3,7	1,5	2,7
2006 Dic	.	1,5	1,7	5,1	1,5	.	4,5	.	.	.	.	.	.	.
Déficit (-) / superávit de las AAPP en porcentaje del PIB														
2003	0,3	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-7,2	-10,0	-4,7	-1,5	-3,7	0,1	-3,3
2004	2,7	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-6,5	-5,0	-3,9	-1,5	-3,0	1,8	-3,2
2005	2,4	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-7,8	-3,2	-2,5	-1,5	-3,1	3,0	-3,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2003	46,0	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	58,0	70,2	43,9	21,5	42,7	51,8	38,9
2004	38,4	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	74,9	41,8	18,8	41,6	50,5	40,4
2005	29,8	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	61,7	74,2	42,0	15,9	34,5	50,4	42,4
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período														
2006 Jun	.	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	.	4,66	3,93	4,50
2006 Jul	.	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	.	5,42	3,96	4,49
2006 Ago	.	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	.	5,13	3,84	4,49
2006 Sep	.	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	.	4,79	3,70	4,44
2006 Oct	.	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	.	4,42	3,73	4,51
2006 Nov	.	3,78	3,78	-	4,26	4,95	4,28	7,01	4,34	5,20	.	4,25	3,62	4,45
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período														
2006 Jun	.	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	.	4,20	2,47	4,73
2006 Jul	.	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	.	4,92	2,56	4,73
2006 Ago	.	2,36	3,33	3,32	3,21	5,07	3,27	7,11	3,69	4,19	.	4,93	2,70	4,94
2006 Sep	.	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	.	4,95	2,83	5,03
2006 Oct	.	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	.	5,02	2,96	5,13
2006 Nov	.	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	.	4,94	3,08	5,23
PIB real														
2004	5,6	4,2	1,9	8,1	4,1	8,6	7,3	4,9	0,0	5,2	8,4	5,4	4,1	3,1
2005	5,5	6,1	3,0	10,5	3,8	10,2	7,6	4,2	2,2	3,4	4,1	6,0	2,9	1,8
2006 I	5,6	6,4	3,5	11,7	3,6	13,1	8,1	4,4	-1,8	4,8	6,9	6,7	4,4	2,4
2006 II	6,6	6,0	3,9	11,8	4,1	11,1	8,5	4,1	5,5	5,4	7,8	6,7	5,0	2,7
2006 III	6,7	5,8	3,8	11,0	3,6	11,8	7,1	4,2	.	5,6	8,3	9,8	4,7	2,9
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2004	-5,8	-6,5	2,4	-11,7	-4,1	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-7,5	-3,3	6,9	-1,5
2005	-11,3	-1,9	3,9	-9,5	-5,1	-11,4	-5,9	-5,9	-6,4	-1,4	-7,9	-8,6	6,3	-2,1
2005 IV	-20,2	-2,4	3,5	-7,9	-23,7	-14,3	-6,0	-4,5	-15,9	-1,7	-8,0	-14,9	5,7	-2,1
2006 I	-22,1	0,7	0,7	-11,3	-12,1	-13,0	-9,6	-7,9	-11,7	-1,6	-8,9	-6,4	5,7	-2,8
2006 II	-12,2	-6,5	2,6	-10,6	-4,0	-16,5	-9,0	-6,2	-7,4	-1,5	-14,3	-9,5	6,0	-3,0
Costes laborales unitarios														
2004	5,9	1,8	1,0	4,4	1,6	6,6	3,0	5,6	1,1	-2,0	.	3,2	-1,0	2,0
2005	.	-0,5	1,2	2,7	-0,1	5,8	3,7	.	-0,1	-0,7	.	0,5	0,6	.
2006 I	-	0,6	1,4	3,7	-	-	3,6	-	0,3	-	-	1,9	-2,3	.
2006 II	-	.	1,2	5,1	-	-	3,5	-	-0,1	-	-	3,7	-0,2	.
2006 III	-	.	1,3	5,6	-	-	14,9	-	.	-	-	0,5	0,2	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	8,0	16,3	7,8	4,8
2006	.	7,2	.	.	4,9	.	5,9	7,5	.	.	.	.	.	.
2006 II	9,1	7,3	4,2	6,0	4,9	7,1	5,9	7,3	7,6	14,4	7,8	13,6	.	5,4
2006 III	9,2	7,1	3,6	5,7	4,9	6,7	6,0	7,6	7,5	14,1	7,7	13,0	.	5,4
2006 IV	.	6,8	.	.	4,7	.	5,7	7,7	.	.	.	.	.	.
2006 Ago	9,2	7,1	3,7	5,7	4,9	6,7	6,0	7,6	7,5	14,1	7,7	13,0	.	5,4
2006 Sep	9,0	7,1	3,5	5,5	4,7	6,5	6,2	7,6	7,5	13,9	7,6	12,8	.	5,5
2006 Oct	8,0	6,9	3,3	4,8	4,8	6,3	5,8	7,6	7,4	13,8	.	12,6	.	.
2006 Nov	8,0	6,8	3,3	4,5	4,7	6,2	5,6	7,7	7,4	13,6	.	12,3	.	.
2006 Dic	.	6,7	.	.	4,7	.	5,7	7,7	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

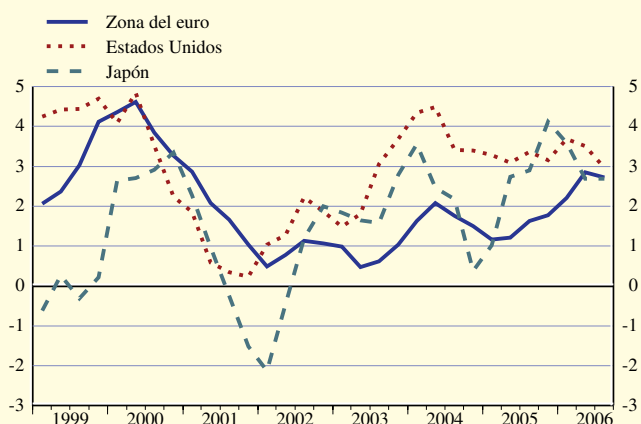
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos bancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	.	.	.	.	4,6	.	5,19	4,79	1,2556	.	.
2005 IV	3,7	-0,9	3,1	4,6	5,0	4,0	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 I	3,6	2,1	3,7	4,9	4,7	4,7	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
II	4,0	-0,2	3,5	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
III	3,3	-2,0	3,0	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	.	.
IV	.	.	.	.	4,5	.	5,37	4,63	1,2887	.	.
2006 Ago	3,8	.	.	5,9	4,7	4,6	5,42	4,88	1,2811	.	.
Sep	2,1	.	.	6,8	4,6	4,4	5,38	4,72	1,2727	.	.
Oct	1,3	.	.	4,5	4,4	4,8	5,37	4,73	1,2611	.	.
Nov	2,0	.	.	3,7	4,5	5,1	5,37	4,60	1,2881	.	.
Dic	.	.	.	.	4,5	.	5,36	4,57	1,3213	.	.
Japón											
2003	-0,2	-3,8	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2006	.	.	.	.	.	.	0,30	1,74	146,02	.	.
2005 IV	-0,7	-2,1	2,9	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	-0,1	-1,6	2,7	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
II	0,2	-2,4	2,2	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	0,6	-2,9	1,7	5,4	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	0,49	1,70	151,72	.	.
2006 Ago	0,9	-3,6	.	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	.	.
Sep	0,6	-2,4	.	5,2	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	.	.
Oct	0,4	.	.	7,4	4,1	0,6	0,44	1,76	149,65	.	.
Nov	0,3	.	.	4,8	.	0,7	0,48	1,70	151,11	.	.
Dic	.	.	.	.	.	.	0,56	1,64	154,82	.	.

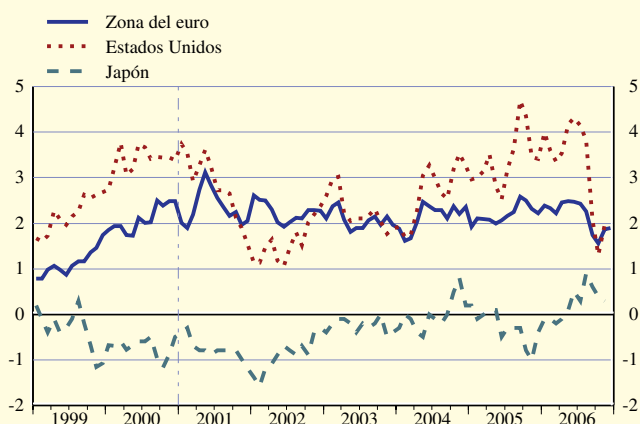
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

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

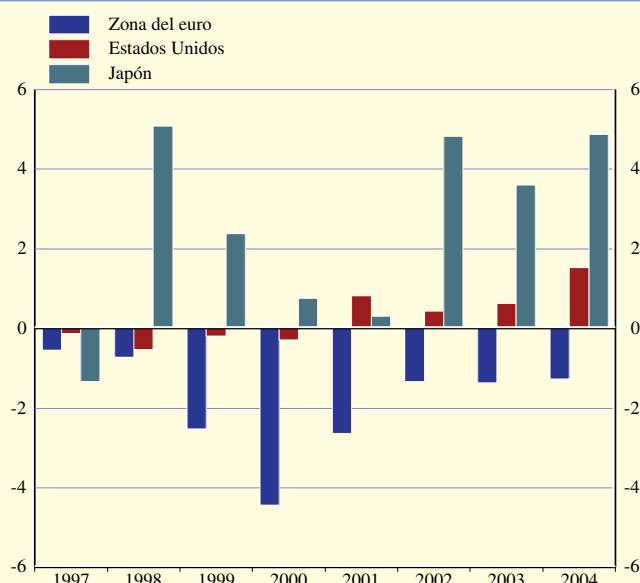
9.2 En Estados Unidos y Japón
(en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,5	11,4	7,5
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,4	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	7,5	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 IV	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,8	13,6	7,7	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	5,6	10,0	8,4
II	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,3	9,4	10,4
III	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,2	13,9	5,4	10,0	10,3
IV	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,2	13,6	3,4	9,1	9,7
2006 I	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,8	13,6	5,2	9,1	9,3
II	13,6	20,2	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,1	2,4	-1,4	13,3	1,5	8,2	8,3
III	13,5	20,1	-6,6	7,7	7,4	3,8	8,3	2,6	-1,4	12,9	1,9	8,3	6,6
Japón													
2002	25,2	23,2	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,8	-0,2	7,7	-2,1
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	25,4	22,8	3,6	13,2	13,5	4,2	17,6	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,5	-1,0
2005	.	23,3	.	.	.	4,4	.	-7,4	-5,0	.	2,9	.	0,8
2004 IV	26,5	21,7	3,1	.	.	11,9	.	14,2	2,6	.	9,9	.	-0,6
2005 I	32,1	25,9	3,7	.	.	10,5	.	-3,5	-1,7	.	-12,3	.	3,0
II	.	24,2	.	.	.	-15,6	.	-14,0	2,3	.	9,1	.	-6,4
III	.	23,6	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
IV	.	24,2	.	.	.	16,2	.	-17,3	-20,1	.	15,9	.	3,7
2006 I	.	23,8	.	.	.	12,2	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
II	.	23,4	.	.	.	-19,7	.	-16,6	1,3	.	9,5	.	-9,1
III	.	24,3	.	.	.	12,1	.	6,3	0,2	.	-1,3	.	2,9

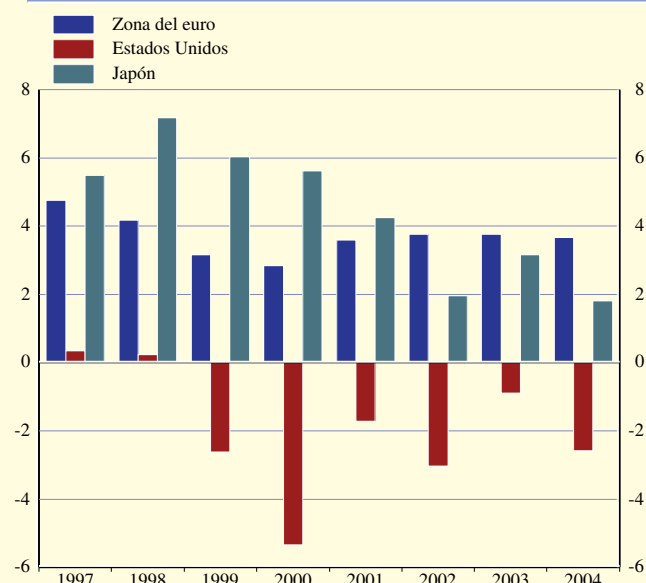
C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.

3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

LISTA DE GRÁFICOS

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



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se derivan de operaciones.

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véase D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación

⁴ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

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

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacio-

nal. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 10 de enero de 2007.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2007 se refieren al Euro 13 (la zona del euro, que incluye Eslovenia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001 y el 2007, calculadas tomando como base los años 2000 y 2006, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia y de Eslovenia, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovenia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

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 Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

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

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

PANORÁMICA GENERAL

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

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anua-

les 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 in-

cumplimientos (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 del 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, revaloriza-

ciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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 Públicas (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 nacionales del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de

acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificacio-

nes, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Lon-

dres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto

monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios

(cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

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.

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros

de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2005), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figu-

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.

ra 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 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 In-

ternet 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 sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos

de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del

BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004, Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de finan-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.

ciación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos,

hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

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

31 DE AGOSTO DE 2006

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

5 DE OCTUBRE DE 2006

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

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.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre octubre y diciembre del 2006. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.int.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Convergence Report December 2006».

«Informe de Convergencia 2006: Información y resumen», diciembre 2006.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«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.

«Salvos 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.

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

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

- 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 L. 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. Peñina, 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.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Manganeli, 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. Schiopu 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.
- 691 «The yield curve as a predictor and emerging economies», por A. Mehl, noviembre 2006.
- 692 «Bayesian inference in co-integrated VAR models: with applications to the demand for euro area M3», por A. Warne, noviembre 2006.
- 693 «Evaluating China's integration in world trade with a gravity model-based benchmark», por M. Bussière y B. Schnatz, noviembre 2006.
- 694 «Optimal currency shares in international reserves: the impact of the euro and the prospects for the dollar», por E. Papaioannou, R. Portes y G. Siourounis, noviembre 2006.
- 695 «Geography or skills: what explains Fed watchers' forecast accuracy of US monetary policy?», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, noviembre 2006.
- 696 «What is global excess liquidity, and does it matter?», por R. Ruffer y L. Stracca, noviembre 2006.
- 697 «How wages change: micro-evidence from the International Wage Flexibility Project», por W. T. Dickens, L. Götte, E. L. Goshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen, y M. E. Ward-Warmedlinger, noviembre 2006.
- 698 «Optimal monetary policy rules with labour market frictions», por E. Faia, noviembre 2006.
- 699 «The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data», por E. Gautier, diciembre 2006.
- 700 «Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?», por C. De Mol, D. Giannone y L. Reichlin, diciembre 2006.
- 701 «Is there a single frontier in a single European banking market?», por J. W. B. Bos y H. Schmiedel, diciembre 2006.
- 702 «Comparing financial systems: a structural analysis», por S. Champonnois, diciembre 2006.
- 703 «Co-movements in volatility in the euro money market», por N. Cassola y C. Morana, diciembre 2006.
- 704 «Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach», por B. E. Jones y L. Stracca, diciembre 2006.
- 705 «What does a technology shock do? A VAR analysis with model-based sign restrictions», por L. Dedola y S. Neri, diciembre 2006.
- 706 «What drives investors' behaviour in different FX market segments? A VAR-based return decomposition analysis», por O. Castrén, C. Osbat y M. Sydow, diciembre 2006.

OTRAS PUBLICACIONES

- «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.
«EU banking sector stability», noviembre 2006.
«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.
«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).
«The Eurosystem's view of a «SEPA for cards»», noviembre 2006 (sólo en Internet).
«Financial Stability Review», diciembre 2006.
«The European Central Bank - History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.
«Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).
«Research Bulletin No 5», diciembre 2006.
«Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.
«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.
«Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).
«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», mayo 2006.
«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.
«The single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», noviembre 2006.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.