



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
MAYO**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007

ECB EZB EKT EKP

200



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 8 de mayo de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	ANEXOS	
Entorno exterior de la zona del euro	9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Evolución monetaria y financiera	14	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	V
Precios y costes	40	Glosario	XI
Producto, demanda y mercado de trabajo	54		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	59		
Recuadros			
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2007	17		
2 Detalle por sectores de los valores del sector privado en manos de las instituciones financieras monetarias	24		
3 Demanda de deuda pública por parte de los inversores institucionales y evolución de su rendimiento en la zona del euro	33		
4 Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC	41		
5 Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	47		
6 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre del 2007	50		
ARTÍCULOS			
Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro	65		
Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro	77		
Factores determinantes del crecimiento en los estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental	93		
Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro	107		

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 10 de mayo 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 reunión del Consejo de Gobierno del 12 de abril ha corroborado los argumentos que fundamentaron la decisión adoptada el 8 de marzo de aumentar los tipos de interés. Una extrema vigilancia es esencial a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse, lo que contribuirá a garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Dado el favorable entorno económico, la orientación de la política monetaria del BCE sigue siendo acomodaticia, considerando que los tipos de interés oficiales del BCE están situados en niveles moderados, que el crecimiento monetario y del crédito es dinámico, y que la situación de liquidez en la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno es esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico, los últimos indicadores y los resultados de las encuestas más recientes confirman que la expansión económica ha proseguido en el primer trimestre del 2007 y que sigue manteniendo su solidez y su carácter generalizado. De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo para el crecimiento económico siguen siendo favorables, ya que continúan dándose las condiciones para que la actual expansión se mantenga en el tiempo. Se observa un mayor equilibrio del crecimiento económico entre las distintas regiones y, aunque ha registrado cierta moderación en los últimos trimestres, continúa siendo fuerte. En consecuencia, el entorno exterior sigue favoreciendo las exportaciones de la zona del euro. Asimismo, se espera que la demanda interna de la zona del euro mantenga un ritmo elevado. La inversión debería mantener su dina-

mismo, beneficiándose de un prolongado período de condiciones de financiación favorables, de la reestructuración de los balances, del incremento 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, impulsado en mayor medida por el crecimiento del empleo y la mejora de las condiciones del mercado de trabajo.

Los riesgos para estas perspectivas favorables de crecimiento económico están, en general, equilibrados a corto plazo. A más largo plazo, los riesgos siguen apuntando a la baja y se relacionan, principalmente, con factores externos, como el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y la preocupación por posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere 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 1,8% en abril del 2007, frente al 1,9% registrado en marzo. En los próximos meses, de no producirse nuevos aumentos de los precios del petróleo, la volatilidad de los precios energéticos del año pasado se traducirá en efectos de base significativos que incidirán notablemente sobre el perfil de las tasas de inflación interanuales. Considerando los precios actuales del petróleo y los precios de los contratos de futuros sobre este producto, es probable que las tasas de inflación interanuales descendan ligeramente durante los próximos meses y que hacia finales de este año vuelvan a aumentar, situándose en niveles próximos al 2%.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, las perspectivas de la evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados principalmente con la mayor utilización de la capacidad productiva en la zona del euro, la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, además de los ya anunciados y decididos hasta el momento. Lo que es más impor-



tante, una evolución salarial más dinámica de lo esperado podría entrañar importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios, teniendo en cuenta la evolución favorable de los mercados de trabajo observada durante los últimos trimestres. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las negociaciones salariales de los países de la zona del euro. Resulta crucial que los interlocutores sociales asuman sus responsabilidades a fin de seguir evitando una evolución salarial que pudiera traducirse en presiones inflacionistas e influir negativamente sobre el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. En este contexto, también es importante señalar que los acuerdos salariales deberían mostrar un grado de diferenciación suficiente y tener en cuenta los niveles de competitividad de los precios, el nivel todavía alto del desempleo en muchas economías y la evolución de la productividad en los distintos sectores.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La tasa tendencial de la expansión monetaria sigue siendo alta, en un entorno de holgada liquidez. La continuada fortaleza de la expansión monetaria se refleja en la aceleración de la tasa interanual de crecimiento de M3, que se situó en marzo en el 10,9%, y en la persistencia de los elevados niveles de crecimiento del crédito. El ritmo de expansión monetaria y del crédito obedece, en parte, al moderado nivel de los tipos de interés y a la fortaleza del crecimiento económico.

La evolución a corto plazo del dinero y del crédito podría verse influenciada, entre otros factores, por la pendiente de la curva de rendimientos además de otros factores externos, y estar sujeta a cierto grado de volatilidad. Haciendo abstracción de dichos aspectos transitorios, existen, no obstante, diversas indicaciones de que la subida de los tipos de interés a corto plazo está influyendo en la evolución monetaria, aunque, por el momento, no se ha ralentizado significativamente su ritmo. Por ejemplo, aunque los incrementos de los tipos a corto plazo se han reflejado en una moderación de la expansión del agregado estrecho M1 durante los últimos trimestres, su crecimiento interanual sigue

siendo intenso. Asimismo, la tasa de expansión interanual del crédito concedido al sector privado ha mostrado signos de estabilización desde mediados del 2006, aunque se mantiene en cifras de dos dígitos.

En conjunto, teniendo en cuenta tanto los factores a corto plazo como la tendencia de la continuidad de la vigorosa expansión del dinero y del crédito, existen claras indicaciones de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes temporales a medio y a largo plazo. De hecho, 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. En este contexto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo, en un entorno de intenso crecimiento de la actividad económica y de continuidad del fuerte dinamismo del mercado inmobiliario.

En síntesis, a la hora de evaluar las tendencias de los precios, resulta importante hacer abstracción del efecto de la volatilidad a corto plazo en las tasas de inflación. El horizonte temporal relevante para la política monetaria es el medio plazo. Los riesgos para las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios siguen apuntando al alza, y se relacionan, sobre todo, con una evolución de los salarios más dinámica de lo esperado, en un contexto de continuada solidez del crecimiento del empleo y de la actividad económica. Teniendo en cuenta el 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 siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno continuará manteniendo una extrema vigilancia a fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no se materialicen, lo que contribuirá a 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 respecta a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el compromiso adoptado recientemente por los ministros de Economía de la zona del euro, en la reunión del Eurogrupo celebrada en Berlín el 20 de abril de 2007, de aprovechar plenamente la actual situación de crecimiento económico y el nivel de los ingresos fiscales mejor de lo esperado para aplicar políticas tendentes al saneamiento presupuestario, y de evitar la introducción de un sesgo procíclico, de conformidad con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En opinión del Consejo de Gobierno, el logro de estos objetivos requiere aplicar rigurosamente los presupuestos para el 2007, evitar un exceso del gasto y asignar el total de los ingresos imprevistos a la reducción del déficit y de la deuda. Se espera que en el 2008 los países que siguen presentando desequilibrios fiscales establezcan objetivos presupuestarios más ambiciosos que los fijados. Como resultado, todos los países de la zona del euro deberían cumplir cuanto antes, y en todo caso antes de finales del 2010, su objetivo de lograr a medio plazo posiciones presupuestarias saneadas. Por otra parte, todos los países han de evitar políticas fiscales que favorezcan los desequilibrios macroeconómicos, lo que permitirá a los países de la zona del euro prepararse frente a condiciones económicas menos favorables.

Como se ha señalado en numerosas ocasiones, el Consejo de Gobierno apoya plenamente la aplicación de reformas estructurales encaminadas a mejorar la competencia, incrementar la productividad y fomentar la flexibilidad de la economía, estimulando así el potencial de crecimiento del PIB real y del empleo. Asimismo, el incremento de la productividad impide que las subidas de los salarios reales repercutan negativamente en el empleo, por

lo que respalda el crecimiento de la renta de los trabajadores de la zona del euro. En los últimos años, la media de los incrementos salariales registrada en el conjunto de la zona del euro ha sido bastante moderada, lo que ha contribuido sustancialmente a la creación de puestos de trabajo y al descenso del paro. Resulta importante que esta tendencia favorable de los mercados laborales continúe y siga contribuyendo a la intensidad y a la duración de la expansión. A este respecto, se requiere un grado suficiente de diferenciación salarial a fin de mejorar las oportunidades de empleo de los trabajadores menos cualificados y de los sectores y regiones con niveles elevados de paro. Por otra parte, la eliminación de obstáculos para la movilidad de los trabajadores contribuiría a reducir los desequilibrios locales de los mercados de trabajo y a mejorar la capacidad de ajuste de los países de la zona del euro para absorber perturbaciones económicas. La aplicación de estas políticas en la zona del euro se traduciría en beneficios considerables para el dinamismo de la economía, la creación de puestos de trabajo, el descenso del paro y el incremento de la renta per cápita.

La presente edición del Boletín Mensual contiene cuatro artículos. El primero examina la inflación observada y la inflación percibida en la zona del euro. En el segundo artículo se analiza el grado de competencia en el sector servicios de la zona del euro y sus efectos sobre la productividad del trabajo y sobre los precios. El tercero estudia los factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. El cuarto artículo ofrece algunas consideraciones teóricas e información disponible sobre la recompra de acciones propias de las empresas de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque se observa una ligera moderación, la economía mundial sigue siendo, en general, relativamente robusta. Las variaciones de los precios de la energía continúan influyendo en la evolución de los precios a escala internacional. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen relación con una intensificación de las presiones inflacionistas, con la posibilidad de que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y con la preocupación respecto a una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

A pesar de una cierta moderación, la economía mundial sigue siendo, en general, relativamente robusta. La expansión de la actividad industrial continuó siendo bastante vigorosa en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) a principios del año. Los datos de las encuestas recientes sugieren también un ligero fortalecimiento en el sector manufacturero. El sector servicios, tras mostrar algunas señales de debilitamiento en el primer trimestre, parece haber repuntado en abril.

Las variaciones de los precios de la energía siguen influyendo en la evolución de los precios mundiales. La inflación general, medida por los precios de consumo, aumentó en marzo en los países de la OCDE. Al mismo tiempo, la inflación, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en niveles relativamente moderados. La evidencia de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios sugiere que podrían intensificarse aún más las presiones sobre los costes.

ESTADOS UNIDOS

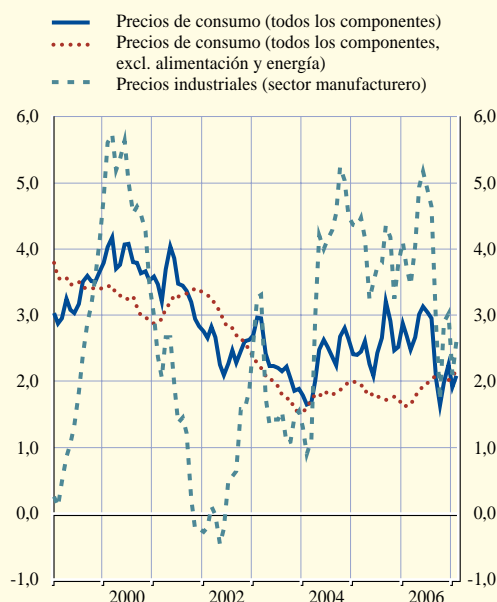
En Estados Unidos, las estimaciones preliminares indican que, en el primer trimestre del 2007, el crecimiento del PIB real se redujo al 1,3% en tasa intertrimestral anualizada. Esta moderación es consecuencia de una fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta y de una reducción del gasto del gobierno federal. Además, la inversión residencial siguió siendo un lastre importante para el crecimiento económico (que se redujo un 17% en tasa intertrimestral anualizada). Al mismo tiempo, el consumo sigue evolucionando favorablemente, con una tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del 3,8%.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas han repuntado ligeramente en los últimos meses, principalmente como consecuencia del aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Como resultado, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 2,8% en marzo. Al mismo tiempo, la inflación de precios al consumo, excluidos los alimentos y la energía, se redujo ligeramente, hasta el 2,5%, en marzo.

El 9 de mayo de 2007, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación por séptima vez consecutiva, en el 5,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha seguido recuperándose con firmeza, mientras que la inflación continúa siendo moderada. El producto crece impulsado por las sólidas exportaciones y la firme demanda interna, esta última respaldada, principalmente, por la inversión empresarial. Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón, de marzo del 2007, indican que el clima empresarial sigue siendo favorable, a pesar de un ligero deterioro en las grandes empresas manufactureras, mientras que la situación de las grandes empresas de otros sectores continúa siendo muy dinámica. Para el ejercicio fiscal 2006 (que concluyó en marzo del 2007), las empresas japonesas han revisado al alza las cifras de ventas y beneficios. En general, la última encuesta Tankan indica que las perspectivas a corto plazo de la economía japonesa son favorables.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación ha seguido siendo moderada. En los últimos meses, la inflación medida por el IPC ha experimentado una desaceleración, como consecuencia, en parte, de la contribución negativa de los precios relacionados con el petróleo. Como resultado, en febrero del 2007, las variaciones interanuales del IPC volvieron a registrar cifras negativas por vez primera desde abril del 2006. En marzo del 2007, el IPC general y el IPC, excluidos los alimentos frescos, se redujeron un 0,1% y un 0,3%, respectivamente, en tasas interanuales, tras la caída del 0,2% y del 0,1%, respectivamente, observada el mes anterior.

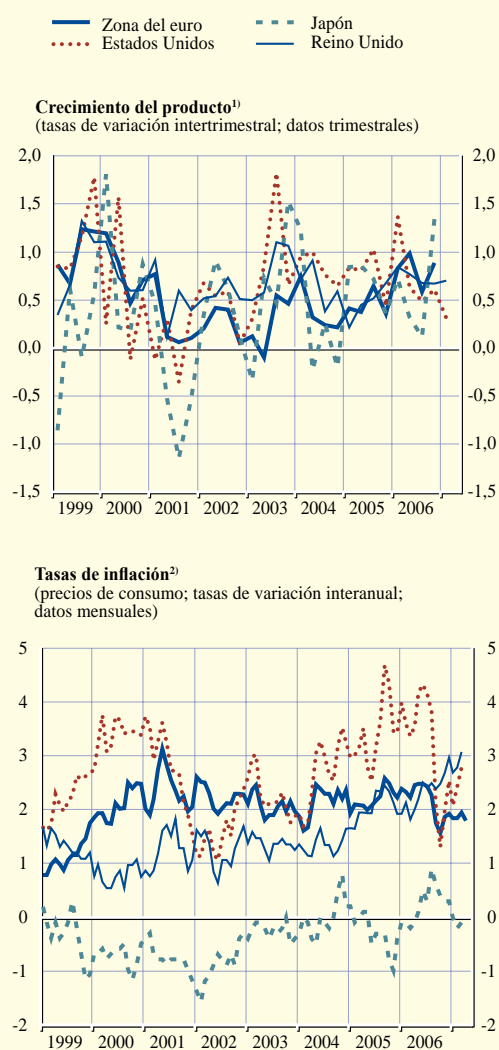
En su reunión de 27 de abril de 2007, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la estimación provisional indica que, en el primer trimestre del 2007, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,7%, la misma que en los dos trimestres anteriores. No se dispone todavía de componentes del PIB correspondientes al gasto, pero la tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor en el primer trimestre (0,4%) sugiere una cierta moderación del crecimiento del consumo en comparación con el trimestre anterior. Por el contrario, la información procedente de las encuestas de opinión apunta a que se mantendrán los elevados niveles de inversión y el crecimiento sostenido de las exportaciones.

En marzo, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se elevó hasta el 3,1%, impulsada por la evolución de los precios de una amplia gama de bienes y servicios. El crecimiento de los salarios me-

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.

dios, excluidos los componentes salariales variables ha sido moderado en los últimos meses, pero, si se incluyen dichos componentes, se observa una cierta aceleración en los tres meses transcurridos hasta febrero.

El 10 de mayo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió elevar en 25 puntos básicos, hasta el 5,5%, el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE que no pertenecen a la zona del euro, el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el cuarto trimestre del 2006, impulsado, principalmente, por la demanda interna. La evolución de la inflación en marzo del 2007 varió de unos países a otros.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real experimentó una ligera aceleración en el cuarto trimestre del 2006. En ambos países, el principal factor determinante de la actividad económica fue la demanda interna. En marzo del 2007, la inflación, medida por el IAPC, se mantuvo en el 1,9% en Dinamarca y se redujo ligeramente, hasta el 1,6% en Suecia.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), la tasa de crecimiento intertrimestral del producto siguió siendo vigorosa, en general, en el cuarto trimestre del 2006. En la República Checa, Polonia y Rumanía, la demanda interna fue el principal factor determinante del crecimiento del PIB real, mientras que, en Hungría, lo fue la demanda exterior neta. En marzo del 2007, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situó en el 2,1% en la República Checa y en el 2,4% en Polonia. Por el contrario, en Hungría y en Rumanía, la inflación alcanzó niveles más altos, del 9% y del 3,7%, respectivamente. En el caso de Hungría, la elevada tasa de inflación que se registra actualmente tiene su origen, principalmente, en el impacto de las medidas de saneamiento de las finanzas públicas.

ECONOMÍA EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, especialmente en las más grandes, la expansión de la actividad económica ha continuado a un ritmo vigoroso. La inflación, medida por el IPC, volvió a repuntar en varios países en marzo, aunque, en general, las presiones inflacionistas siguen siendo todavía bastante moderadas en toda la región.

En China, el crecimiento del PIB aumentó hasta una tasa anualizada del 11,1% en el primer trimestre del 2007 desde el 10,4% registrado en el trimestre anterior. Los indicadores de actividad a corto plazo sugieren que la solidez de la demanda exterior neta y la expansión de las inversiones fueron los principales factores determinantes del mayor crecimiento en el primer trimestre. A pesar de la ligera moderación del crecimiento de las exportaciones observada en marzo, el superávit comercial ha seguido aumentando, hasta alcanzar una cifra acumulada de 47 mm de dólares estadounidenses en los tres primeros meses del año, es decir, casi el doble de lo registrado en un período comparable del 2006. La intensa actividad ha venido acompañada de un repunte de las presiones inflacionistas. La inflación interanual, medida por el IPC, ascendió al 3,3% en marzo, desde el 2,7% de febrero, debido en parte a la volatilidad del componente alimentario del índice. Señalando la aceleración de la actividad económica y el exceso de liquidez, el Banco Central de la República Popular China elevó, durante el mes de abril, las exigencias de reservas en dos ocasiones por un total de 100 puntos básicos, hasta el 11%, tras el incremento de los tipos de interés de referencia en marzo.



AMÉRICA LATINA

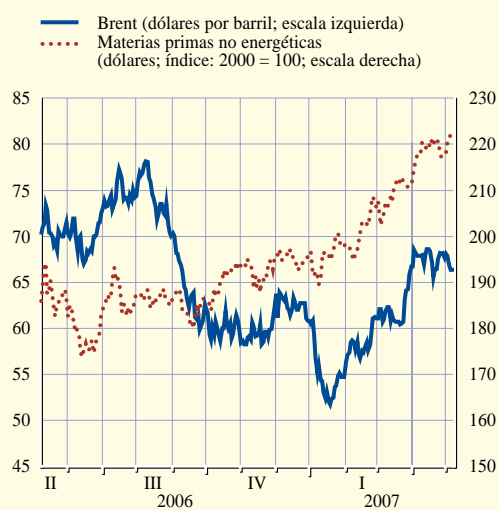
En América Latina, la actividad económica continuó siendo sostenida, aunque el comportamiento de las distintas economías siguió siendo un tanto heterogéneo. En Brasil, se revisó al alza el crecimiento del PIB real correspondiente al cuarto trimestre del 2006, hasta el 4,7% desde una estimación inicial del 3,8%. La producción industrial creció a una tasa interanual del 3,9% en marzo. El 18 de abril, el banco central recortó, por décima quinta vez consecutiva, el principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 12,5%. En Argentina, la producción industrial creció a una tasa interanual del 7% en marzo. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas, con una tasa interanual del 8,9% en abril. En México, tras dos meses de atonía, la producción industrial se mantuvo estancada en febrero, lo que podría ser indicativo de una incipiente desaceleración de la actividad económica. En abril, la inflación interanual se situó en el 4%. En este contexto, el 27 de abril, el Banco de México elevó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 7,25%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras registrar un incremento hacia finales de marzo, los precios del petróleo fueron bastante volátiles en abril, pero se mantuvieron en niveles elevados. El 8 de mayo, el precio del barril de Brent se situó en 64,7 dólares estadounidenses, aproximadamente un 7% por encima del nivel observado a principios del año. Las tensiones imperantes en el mercado de petróleo siguieron siendo uno de los principales factores determinantes de los precios del crudo. La notable utilización de las existencias de petróleo en Estados Unidos, así como las interrupciones imprevistas en algunos puntos de la cadena de producción han intensificado las presiones al alza sobre los precios al suscitarse inquietudes respecto a la suficiencia del abastecimiento de cara a la fuerte demanda estacional propia del verano. En un contexto de tensiones en las variables fundamentales del mercado de petróleo, el entorno geopolítico y la consiguiente preocupación por la seguridad de la oferta de crudo en el futuro siguieron siendo factores importantes de respaldo para los precios. El hecho de que la capacidad excedente a lo largo del proceso de producción siga siendo limitada, el repunte del crecimiento de la demanda y el entorno geopolítico probablemente mantendrán los precios elevados y volátiles también en el corto plazo. La incertidumbre respecto a los precios del petróleo continúa siendo considerable. Los participantes en los mercados esperan actualmente que se mantengan en niveles elevados también en el medio plazo; los futuros sobre el petróleo con entrega en diciembre del 2009 se están negociando a 68,8 dólares estadounidenses.

Los precios de las materias primas no energéticas se han disparado en los últimos meses, volviendo a registrar un máximo en mayo. El reciente incremento ha estado determinado, principalmente, por la evolución de los precios de las materias primas industriales, ya que han aumentado los precios de los metales y las materias primas agrícolas. Al mismo tiempo, los precios de los alimentos han descendido ligeramente, en términos intermensuales, como consecuencia de una caída de los precios de las semillas

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

oleaginosas, los aceites y los cereales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó en abril un 27%, aproximadamente, por encima del nivel registrado un año antes.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Pese a que, en varios países, se ha observado cierta moderación en el ritmo de la expansión, las perspectivas del entorno exterior y, por lo tanto, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro, siguen siendo favorables. En marzo, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE continuó mostrando una tendencia a la baja en la mayoría de las economías industrializadas. Al mismo tiempo, los indicadores correspondientes de las grandes economías emergentes apuntan a una aceleración de la expansión en China y a una expansión sostenida en India y Brasil.

Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial siguen inclinándose, en general, a la baja y guardan relación, principalmente, con una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y con la preocupación respecto a una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La fortaleza de la evolución monetaria subyacente quedó reflejada en la elevada tasa de crecimiento interanual de M3, que en marzo del 2007 se incrementó de nuevo, hasta el 10,9%. Aunque el crecimiento del crédito siguió siendo el principal factor impulsor de la pronunciada tasa de expansión monetaria, la estabilización de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado sugiere que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han estado influyendo en la evolución monetaria. Al mismo tiempo, el nuevo fortalecimiento de la dinámica de M3 se debe, en su mayor parte, a las abultadas entradas de capital en la zona del euro. Si se considera la evolución actual de los mercados financieros internacionales y el aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona, este vigoroso crecimiento de M3 debe valorarse con cautela. En general, en un contexto en el que la liquidez ya es abundante, la intensidad del crecimiento monetario subyacente apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, particularmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

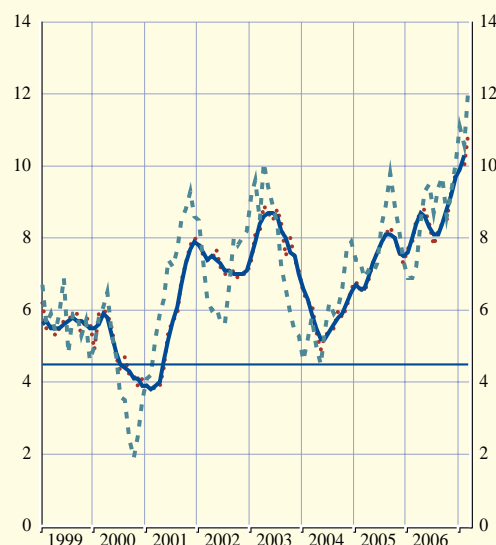
En marzo del 2007, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a aumentar considerablemente, hasta el 10,9%, desde el 10% del mes precedente. Este incremento reflejó la muy elevada tasa de crecimiento intermensual registrada en marzo, y también es patente en el nuevo ascenso experimentado por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada. Según todas estas medidas, en marzo del 2007, la evolución de M3 ha sido la más intensa desde el comienzo de la tercera fase de la UEM (véase gráfico 4).

Los datos más recientes sobre los agregados monetarios y crediticios confirman la valoración de meses anteriores de que el abandono gradual de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 ha influido en la evolución monetaria. Del lado de los componentes, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han afectado a la composición del crecimiento de M3. Esto es patente en la relativamente reducida tasa de crecimiento interanual de M1, consecuencia del impacto moderador de los mayores costes de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en este agregado. Al mismo tiempo, el aplanamiento de la curva de rendimientos asociado a los recientes incrementos de los tipos de interés a corto plazo ha aumentado el atractivo de los activos monetarios líquidos incluidos en M3 (pero no en M1), en relación con activos financieros a más largo plazo que no forman parte del agregado monetario amplio M3. Esto puede verse en la rápida expansión de los instrumentos a corto plazo que no están incluidos en M1. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de las subidas de los tipos de interés ha sido visible en la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado de la zona del euro en el segundo semestre del 2006, aunque su crecimiento continúa siendo intenso.

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

- M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento de seis meses anualizada)
- Valor de referencia (4,5%)



Fuente: BCE.

La persistente fortaleza del endeudamiento del sector privado explica la elevada tasa de crecimiento de M3, si bien la intensificación de la evolución monetaria en los últimos meses es reflejo de la mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM y, por consiguiente, debe considerarse en el contexto de la situación de los mercados financieros internacionales. A este respecto, es probable que las abultadas entradas de capital en la zona del euro sean ilustrativas del relativo atractivo actual de los activos de la zona para los inversores extranjeros.

Desde una perspectiva de medio a largo plazo, adecuada para valorar las tendencias de la expansión monetaria y crediticia, los datos más recientes continúan apuntando a un intenso crecimiento. La fortaleza de la evolución monetaria subyacente queda reflejada en el pronunciado crecimiento de M3. En un entorno de liquidez ya de por sí abundante, la dinámica monetaria subyacente apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un contexto de mejora de la actividad económica. Sin embargo, si se considera la evolución actual de los mercados financieros internacionales y el aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, este pronunciado crecimiento debe valorarse con cautela.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 se elevó ligeramente en marzo, hasta el 7%, desde el 6,6% de febrero, como consecuencia de la recuperación del crecimiento del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se elevó hasta el 12,6% en marzo, desde el 11,6% de febrero, como consecuencia de la recuperación de la tasa de crecimiento de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), mientras que la tasa de variación interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se tornó más negativa. El relativo atractivo de los depósitos a corto plazo puede ser atribuible a su remuneración, que, en líneas generales, ha seguido la subida de los tipos a corto plazo de mercado y ha aumentado en relación con la remuneración de los depósitos a la vista y la de los depósitos de ahorro a corto plazo.

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					
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Feb	2007 Mar
M1	46,8	9,8	7,6	6,7	6,8	6,6	7,0
Efectivo en circulación	7,4	11,9	11,4	11,1	10,5	10,2	10,5
Depósitos a la vista	39,4	9,5	7,0	6,0	6,1	6,0	6,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,3	8,5	9,5	11,1	11,9	11,6	12,6
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	15,3	19,7	25,2	29,5	29,4	32,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,2	3,8	2,4	1,1	-0,8	-1,4	-1,8
M2	85,1	9,2	8,4	8,6	9,0	8,8	9,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	5,6	6,4	11,3	16,8	18,0	19,8
M3	100,0	8,6	8,1	9,0	10,1	10,0	10,9
Crédito a residentes en la zona del euro		9,5	9,2	8,8	7,9	7,8	7,7
Crédito a las Administraciones Públicas		1,0	-0,9	-3,1	-4,5	-4,1	-4,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,3	-0,6	-0,3	-1,3	-0,8	-1,4
Crédito al sector privado		11,8	11,9	11,9	11,1	10,8	10,8
Préstamos al sector privado		11,2	11,2	11,1	10,5	10,3	10,5
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,7	8,5	9,0	9,9	9,9	10,1

Fuente: BCE.

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

Es probable que, en general, el aplanamiento actual de la curva de rendimientos haya acrecentado el atractivo de los activos monetarios líquidos incluidos en M3, pero no los de M1, en comparación con el de los activos financieros a más largo plazo. Esto es especialmente patente en el nuevo y acusado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3, hasta el 19,8% en marzo, desde el 18% de febrero. La mayor parte de este aumento tuvo su origen en la demanda de participaciones en fondos del mercado monetario, que pueden resultar atractivos para los inversores institucionales, ya que las participaciones con los rendimientos más elevados superan su tipo de referencia en el mercado monetario. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo continuó siendo muy elevada en marzo. Las pronunciadas tasas de crecimiento observadas en este componente pueden estar relacionadas con las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE a partir de diciembre del 2005, ya que los valores distintos de acciones a corto plazo a tipo de interés variable permiten que los inversores se beneficien de los incrementos de los tipos que se producen antes del vencimiento de estos valores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (depósitos de M3), que constituyen la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor, registró un pronunciado incremento en marzo. Este aumento fue prácticamente generalizado en todos los sectores tenedores de dinero. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias del sector privado no financiero y de los intermediarios financieros se elevó de forma especialmente acusada, pero el crecimiento de las tenencias de los hogares también registró un ascenso, y siguió siendo el sector que más contribuyó al nivel de crecimiento de los depósitos de M3.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado siguió siendo el principal factor impulsor de la elevada tasa de crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado fue del 10,5% en marzo del 2007, en comparación con el 10,3% de febrero. La intensa demanda actual de préstamos refleja la fortaleza de la actividad económica y unas condiciones de financiación favorables, en general, en la zona del euro.

El crecimiento de los préstamos al sector privado en marzo fue consecuencia de la intensa demanda por parte de los intermediarios financieros no monetarios (distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones), mientras que la demanda del sector privado no financiero se redujo. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 12,4%, desde el 12,6% de febrero, principalmente como consecuencia de una demanda menos pronunciada de préstamos con vencimiento a más largo plazo. La moderación más reciente de la demanda de préstamos por parte de estas sociedades es acorde con patrones históricos, lo que sugiere que la respuesta a las subidas de los tipos de interés se produce con un retardo superior al de la demanda de préstamos por parte de los hogares.

En marzo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo hasta el 7,9%, desde el 8,1% de febrero (véase cuadro 2). La intensa actividad en lo que respecta a estos préstamos siguió siendo atribuible, principalmente, al endeudamiento para adquisición de vivienda, que cayó hasta el 8,9% en marzo, continuando con el persistente descenso desde el máximo del 12,1% registrado un año antes. Esta tendencia a la baja es acorde con la moderación del crecimiento de los precios de la vivienda y la desaceleración de la actividad en este mercado en algunos países de la zona del euro en el 2006, así como con las subidas de los tipos de interés hipotecarios en toda la zona. En la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007 las entidades participantes señalaron que, en general, se ha producido una disminución de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (véase recuadro 1). La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se elevó hasta el 7,3% en marzo, desde el 6,7% de febrero.

Recuadro I

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DEL 2007

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2007 realizada por el Eurosistema¹. La encuesta incluye las respuestas de las entidades de crédito de Eslovenia, que han participado en la encuesta por primera vez. Las entidades participantes señalaron que en el primer trimestre del 2007 se había producido una leve relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas², después de que, en los últimos trimestres, los citados criterios prácticamente no se modificaran o se relajaran levemente. Las entidades participantes también indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas se había mantenido considerablemente positiva³. Esta evolución estuvo relacionada, en gran medida, con factores de carácter económico, en particular, con las mayores necesidades de financiación asociadas a las inversiones en capital fijo, a un aumento de las existencias y del capital circulante, así como a factores financieros, que reflejaron la demanda de préstamos para financiar operaciones de fusión y adquisición. Para el segundo trimestre del 2007, se espera que la demanda neta de préstamos o línea de crédito a empresas continúe siendo notablemente positiva.

En cuanto a los préstamos a hogares, las entidades participantes en la encuesta indicaron que en el primer trimestre del 2007 se había registrado una leve relajación neta de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda, situándose prácticamente en el mismo nivel que en el trimestre anterior. Esta evolución tuvo su origen en la contribución de las presiones de la competencia de otras entidades a la relajación de los criterios de aprobación de estos préstamos, mientras que las percepciones de riesgo relacionadas con las perspectivas relativas al mercado de la vivienda contribuyeron más que en el trimestre precedente a un endurecimiento neto. La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda cayó considerablemente en el citado trimestre, como consecuencia de un acusado deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda. Las entidades esperan que la demanda neta prácticamente no registre variaciones en el segundo trimestre del 2007.

En lo que respecta a los criterios de concesión del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares, las entidades participantes en la encuesta relajaron ligeramente los criterios de aprobación, en términos netos, al igual que en el trimestre anterior, principalmente como consecuencia de la mayor competencia de otras entidades y, hasta cierto punto, de unas expectativas favorables para la actividad económica. La demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos continuó siendo positiva, y se sustentó, principalmente, en el gasto en bienes de consumo duradero y en la confianza de los consumidores. Las expectativas sobre la demanda neta en el segundo trimestre del 2007 continúan siendo bastante positivas.

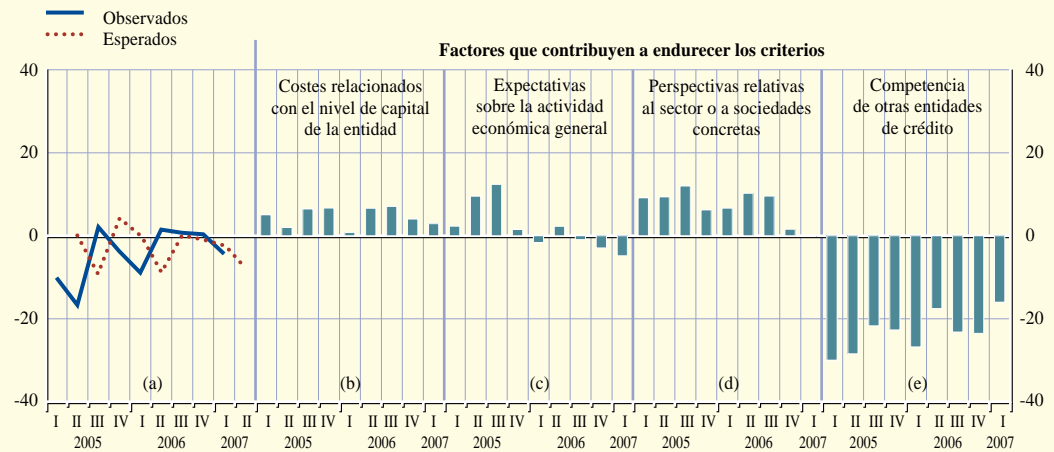
1 El 11 de mayo de 2007 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2007, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto declarado fue del -4%. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta de abril del 2007.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: Los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas se relajaron moderadamente, en términos netos, en el primer trimestre del 2007 (véase el panel a del gráfico A), después de que, en los últimos trimestres, los citados criterios prácticamente no se modificaran o se relajaran ligeramente. Las entidades participantes en la encuesta también esperaban una leve relajación neta de los criterios de concesión del crédito para el próximo trimestre, en particular para los préstamos a corto plazo.

La competencia de otras entidades continuó siendo un destacado factor que contribuyó a la relajación neta de los criterios de aprobación del crédito, aunque en menor medida que en trimestres anteriores (véase el panel e del gráfico A). De igual modo, unas expectativas más favorables en cuanto a la actividad económica en general contribuyeron, por tercera vez consecutiva, a la relajación neta (véase el panel c del gráfico A). Por primera vez, las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas no contribuyeron a un endurecimiento neto de los criterios, como había sido el caso en años anteriores (véase el panel d del gráfico A).

En cuanto al tamaño de los prestatarios, la relajación neta de los criterios de aprobación se aplicó principalmente a empresas grandes. Los criterios de concesión aplicados a las pequeñas y medianas empresas prácticamente no registraron variaciones en el primer trimestre del 2007, tras varios endurecimientos leves, en términos netos, en el 2006. En lo que se refiere al plazo de vencimiento de los préstamos, en comparación con el trimestre anterior, la relajación neta fue más pronunciada para los préstamos a largo plazo que para los préstamos a corto plazo.

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2007.

Demanda de préstamos: Al igual que en las seis encuestas anteriores, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue considerablemente positiva en el primer trimestre del 2007, aunque se situó en un nivel ligeramente inferior al del trimestre anterior (el 16% en la encuesta de abril, frente al 23% en la de enero; véase el panel a del gráfico B). Se espera que la demanda neta de préstamos continúe siendo notablemente positiva en el segundo trimestre del 2007. En lo que se refiere al tamaño de los prestatarios, la demanda neta de préstamos por parte de las pequeñas y medianas empresas (el 16%) continuó siendo más elevada que la de las grandes empresas (el 12%), aunque la diferencia fue menos pronunciada que en trimestres anteriores. La demanda neta fue positiva en todos los plazos de vencimiento, aunque con una persistente tendencia a la baja para los préstamos a largo plazo.

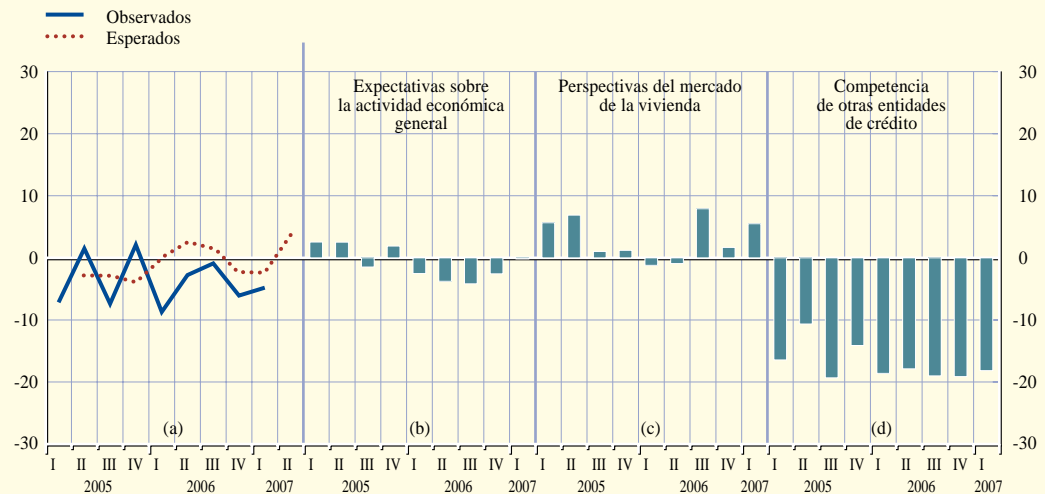
Según las entidades participantes en la encuesta, los factores determinantes de la persistente y elevada demanda neta positiva de préstamos continuaron siendo de carácter financiero y no financiero, y estuvo asociada a las inversiones en capital fijo, a las existencias y el capital circulante, así como a las operaciones de fusión y adquisición y a las reestructuraciones empresariales (véanse los paneles b a d del gráfico B). El recurso a fuentes de financiación internas alternativas (por ejemplo, mayores beneficios) contribuyeron a moderar la demanda neta de préstamos, aunque en menor medida que en la encuesta anterior (véase el panel e del gráfico B).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: Las entidades participantes en la encuesta señalaron que en el primer trimestre del 2007 se había producido una ligera relajación neta de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que se situó prácticamente en el mismo nivel que en el trimestre precedente (véase el panel a del gráfico C). Para el segundo trimestre del 2007, las enti-

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2007.

dades esperan que se produzca un leve endurecimiento neto de los criterios de concesión de este tipo de préstamos. Aunque el principal factor determinante de la relajación neta continuó siendo la competencia de otras entidades (véase el panel d del gráfico C), las perspectivas relativas al mercado de la vivienda contribuyeron más a un endurecimiento que en el trimestre anterior (véase el panel c del gráfico C). La relajación neta observada en los préstamos para adquisición de vivienda se llevó a cabo, principalmente, mediante la reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios, la ampliación del plazo de vencimiento y la reducción de los gastos excluidos los intereses. Al mismo tiempo, los márgenes de los préstamos de mayor riesgo siguieron contribuyendo a que los criterios de concesión se endurecieran, en términos netos, si bien algo menos que en la mayor parte de los trimestres precedentes. .

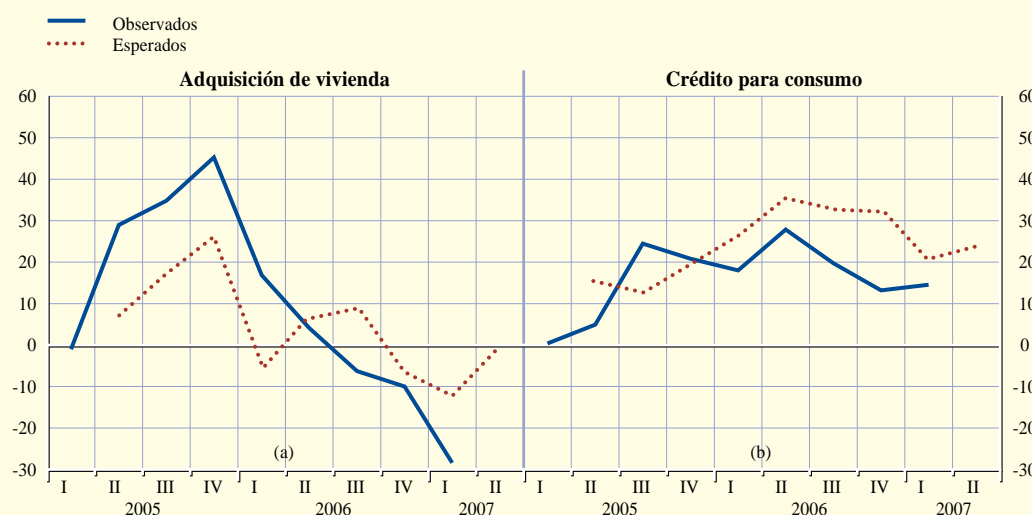
Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayó considerablemente en el primer trimestre del 2007 (hasta el -28% en la encuesta de abril del 2007, desde el -10% de la encuesta de enero; véase el panel a del gráfico D). Para el segundo trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta esperan que la demanda neta prácticamente no registre variaciones. Este descenso tuvo su origen, en gran parte, en un acusado deterioro de la valoración de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda. A diferencia de encuestas anteriores, la confianza de los consumidores también contribuyó ligeramente a una demanda neta negativa de préstamos.

Préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había producido una leve relajación, en términos netos, de los criterios

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2007.

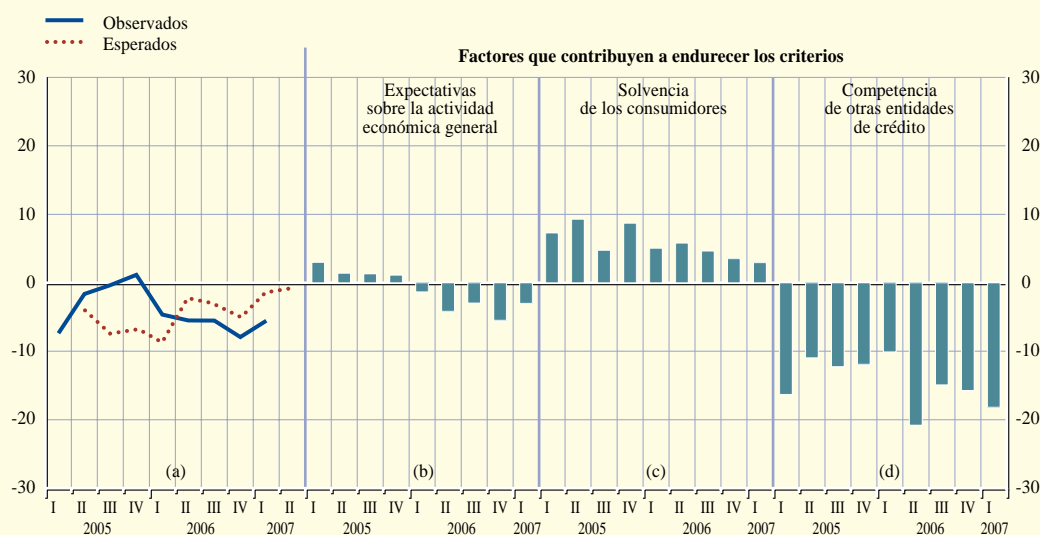
aplicados a los préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos, situándose en un nivel prácticamente idéntico al del trimestre anterior (véase el panel a del gráfico E). Para el segundo trimestre del 2007, las entidades participantes esperan que los criterios de concesión de este tipo de préstamos no registren variaciones. Entre los factores que contribuyeron a la leve relajación neta de los criterios se encuentran las presiones de la competencia de otras entidades, así como las favorables expectativas relativas a la actividad económica en general (véanse los paneles b y d del gráfico E). Las entidades mencionaron la preocupación acerca de la solvencia de los consumidores como el principal factor en favor de un endurecimiento de los criterios de aprobación de crédito al consumo (véase el panel c del gráfico E).

Los márgenes de los préstamos ordinarios contribuyeron de forma significativa a la relajación neta de los criterios de aprobación, aunque, en su mayor parte, esto representó una reversión de la evolución indicada en la encuesta de enero del 2007. La ampliación de los plazos de vencimiento de los préstamos también contribuyó a la relajación neta. Al mismo tiempo, los márgenes de los préstamos de mayor riesgo favorecieron algo más el endurecimiento neto de los criterios que en el trimestre anterior, aunque la evolución de los últimos trimestres ha sido ligeramente volátil. Las demás condiciones prácticamente no registraron variaciones, en términos netos, en comparación con el trimestre anterior.

Demanda de préstamos: Las entidades señalaron que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos por parte de los hogares continuó siendo positiva en el primer trimestre del 2007, prácticamente en el mismo nivel que en el trimestre anterior (el 15% en la encuesta de abril del 2007, en

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el segundo trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de abril del 2007.

comparación con el 13% de enero; véase el panel b del gráfico D). Para el segundo trimestre del 2007, las entidades participantes en la encuesta esperan que la demanda neta se mantenga considerablemente positiva. Los principales factores impulsores de la demanda neta positiva de crédito al consumo continuaron siendo el gasto en bienes de consumo duradero y, aunque en menor medida que en trimestres precedentes, la confianza de los consumidores. El impacto del ahorro de los hogares siguió siendo muy reducido.

La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro registró un nuevo descenso en marzo. Esta disminución es atribuible a una nueva moderación de la demanda de crédito por parte del sector público, mientras que la demanda del sector privado no registró variaciones. No obstante, esta última tasa oculta una evolución divergente de las adquisiciones de valores por parte de las IFM. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones por parte de las IFM se incrementó, las tenencias de acciones y otras participaciones de este sector continuaron disminuyendo. En el recuadro 2 se analiza el detalle por sectores de las adquisiciones de valores del 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 incrementó hasta el 10,1%, desde el 9,9% de febrero. Aunque la demanda de préstamos sigue explicando el elevado crecimiento interanual de M3 del lado de las contrapartidas, la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM justifica la mayor parte del fortalecimiento del crecimiento interanual de este

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					
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Feb	2007 Mar
Sociedades no financieras	41,9	11,0	11,9	13,0	12,8	12,6	12,4
Hasta un año	29,6	8,4	9,2	10,3	9,5	9,1	9,3
De uno a cinco años	18,7	15,8	19,0	20,5	19,9	19,6	18,6
Más de cinco años	51,7	11,0	11,2	12,0	12,4	12,3	12,0
Hogares²⁾	48,8	9,7	9,3	8,6	8,0	8,1	7,9
Crédito al consumo ³⁾	12,8	8,2	8,5	8,0	7,2	6,7	7,3
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,0	12,0	11,2	10,2	9,4	9,4	8,9
Otras finalidades	16,2	2,1	2,3	2,7	3,3	3,4	4,2
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	41,2	36,7	29,1	27,7	28,8	20,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,2	19,0	17,3	16,4	12,3	10,8	16,0

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.

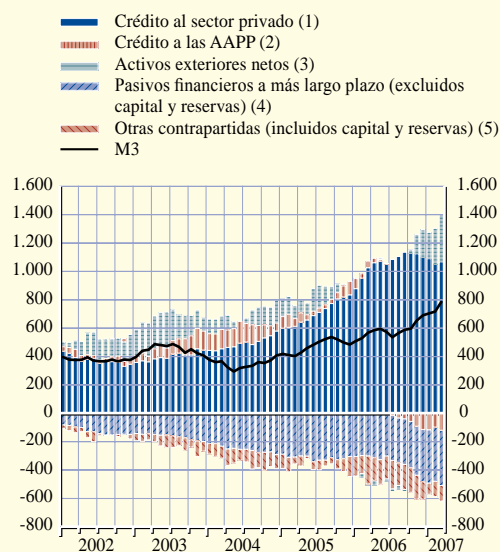
3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

agregado observado desde finales del 2006. Los flujos mensuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM ascendieron a 93 mm de euros en marzo, lo que incrementó los flujos interanuales hasta 335 mm de euros, frente a 251 mm de euros en febrero (véase gráfico 5). Aunque estas entradas netas sólo se observaron en unos pocos países de la zona del euro en noviembre y diciembre del 2006, la evolución reciente ha sido más generalizada en todos los Estados miembros de la zona. Los últimos meses han sido el período en el que se han registrado las entradas de capital más elevadas en el sector privado distinto de IFM de la zona, lo que probablemente se deba al relativo atractivo actual de los activos de la zona del euro para los inversores extranjeros.

En general, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han influido en la evolución monetaria, como ha quedado reflejado en la estabilización del crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero y en la relativamente moderada contribución de M1 al crecimiento de M3. Al mismo tiempo, la nueva intensificación de la dinámica de M3 es atribuible, en su mayor parte, a las abultadas entradas de capital en la zona del euro. Si se considera la evolución actual de los mercados financieros internacionales y el aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona, el pronunciado crecimiento de M3 debe valorarse con prudencia.

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

DETALLE POR SECTORES DE LOS VALORES DEL SECTOR PRIVADO EN MANOS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS

Una parte del crédito total concedido por las IFM al sector privado se materializa en valores de renta fija (esto es, valores distintos de acciones) o en acciones y otras participaciones. Las IFM adquieren valores emitidos por las sociedades no financieras y los intermediarios financieros (distintos de las IFM). En el Boletín Mensual de abril del 2007 se presentó una discusión de la evolución reciente de esta modalidad de crédito frente a la de los préstamos¹. Este recuadro presenta de forma más pormenorizada el detalle por sectores de los valores emitidos por el sector privado en manos de las IFM de la zona del euro.

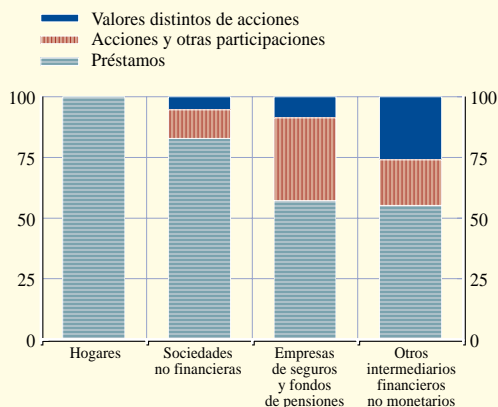
Composición por sectores de la estructura del crédito concedido por las IFM

En el período comprendido entre los años 2003 y 2006, para el que se dispone de un detallado desglose del crédito por sectores, el crédito concedido por las IFM a los hogares se compuso de préstamos en su práctica totalidad². En el caso de las sociedades no financieras, en torno a un 10% del crédito se otorgó en forma de adquisición de acciones y un 5% en forma de compra de valores distintos de acciones (véase gráfico A). En cuanto a los otros intermediarios financieros y a las empresas de seguros y fondos de pensiones, la proporción del crédito concedido a través de sus valores en manos de las IFM fue muy superior, alcanzando un 45% en cada caso. Sin embargo, existen también diferencias entre estos dos sectores de la intermediación financiera, puesto que, mientras que en el caso de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, la proporción de valores distintos de acciones es mucho menor que la de

- 1 Véase el recuadro titulado «Cambios recientes en la composición del crecimiento del crédito concedido a los residentes en la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2007.
- 2 Los valores emitidos por el «sector hogares» incluyen los instrumentos emitidos por empresas de propietario único englobadas dentro del sector «hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares».

Gráfico A Componentes del crédito concedido a los sectores privados

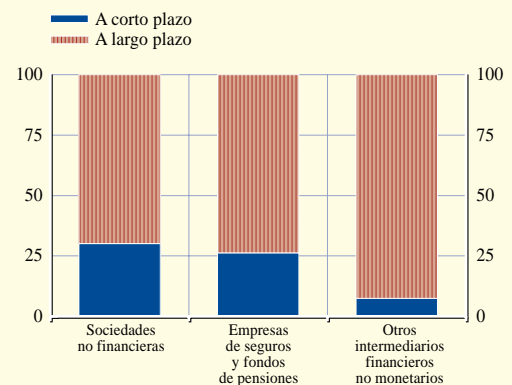
(en porcentaje del crédito total concedido a cada sector; media 2003-2006)



Fuente: BCE.

Gráfico B Detalle por plazo de los valores distintos de acciones del sector privado en manos de las IFM

(en porcentaje de los valores distintos de acciones en manos de las IFM emitidos por cada sector; media 2003-2006)



Fuente: BCE.

Nota: El plazo de vencimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo es hasta un año, y el de los valores distintos de acciones a largo plazo es superior a un año.

acciones y otras participaciones, en el caso de los otros intermediarios financieros ocurre justo lo contrario. Al analizar estas proporciones, es necesario tener en cuenta las notables diferencias existentes en los volúmenes absolutos de crédito otorgado a los distintos sectores. Por ejemplo, en diciembre del 2006, el crédito total de las IFM a las sociedades no financieras ascendió a 4.607 mm de euros, mientras que el concedido a otros intermediarios financieros fue de 1.364 mm de euros. Esta disparidad significa que aunque las carteras de acciones y otras participaciones en manos de las IFM únicamente representan el 12% del crédito otorgado a las sociedades no financieras —frente al 19% del crédito concedido a otros intermediarios financieros—, al comparar las cifras absolutas se observa que las carteras de acciones emitidas por las sociedades no financieras en manos de las IFM continúan siendo más abultadas, en general, que las carteras de acciones emitidas por otros intermediarios financieros.

De un examen más pormenorizado de los valores distintos de acciones adquiridos por las IFM a los distintos sectores se deduce que el grueso de estos valores tiene un vencimiento superior a un año, con independencia del sector emisor (véase gráfico B).

Composición por sectores de la evolución de las tenencias de valores por parte de las IFM

Desde 1999 en adelante, las adquisiciones de valores del sector privado por parte de las IFM de la zona del euro han exhibido un marcado patrón cíclico, habiendo registrado un mayor dinamismo en el período 1999-2000, en particular, y nuevamente a partir del 2005. Para todo el período posterior a 1999, únicamente se dispone de un desglose por sectores de los valores distintos de acciones adquiridos por las IFM. Los datos desglosados por sectores de las acciones y otras participaciones adquiridas por las IFM sólo están disponibles para el período posterior al 2003.

Comenzando con el análisis de los valores distintos de acciones adquiridos por las IFM, el gráfico C sugiere que el patrón cíclico de crecimiento de esta modalidad de crédito viene determinado por las

Gráfico C Contribuciones al crecimiento de los valores distintos de acciones del sector privado en manos de las IFM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
Nota: Los valores emitidos por el "sector hogares" incluyen los instrumentos emitidos por empresas de propietario único englobadas dentro del sector "hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares".

Gráfico D Contribuciones al crecimiento de las acciones y otras participaciones del sector privado en manos de las IFM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

adquisiciones de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras. En diciembre del 2006, estos instrumentos aportaron 6,9 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual del 20% registrada por las carteras de valores distintos de acciones en manos de las IFM, tras una paulatina tendencia a la recuperación de sus contribuciones negativas en el 2005. Un período de dinamismo similar se produjo durante 1999-2000, llegando entonces a representar casi la práctica totalidad de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en manos de las IFM. Entre ambos períodos, las adquisiciones de valores distintos de acciones emitidos por otros intermediarios financieros han tenido una contribución más destacada, pese a que su evolución resulta menos cíclica. Así, su aportación creció hasta el año 2003 de forma paulatina, permaneciendo luego básicamente estable en un nivel más alto, para acabar añadiendo 11,7 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones del sector privado registrada en diciembre del 2006. Esta elevada contribución podría ser un reflejo de la importancia de las operaciones de titulización de préstamos en la zona del euro, ya que, por ejemplo, las IFM de un país de la zona podrían utilizar la adquisición de instrumentos de titulización de préstamos hipotecarios concedidos en otras economías de la zona como estrategia sustitutiva de la inversión directa en esos mercados de la vivienda.

Pasando ahora a las acciones y otras participaciones adquiridas por las IFM, la aceleración observada a partir de 2005 de la tasa de crecimiento interanual refleja, sobre todo, unas mayores contribuciones de las adquisiciones de acciones emitidas por el sector de otros intermediarios financieros, mientras que la aportación de las compras de acciones emitidas por las sociedades no financieras ha venido oscilando en un nivel más modesto (véase gráfico D). Esta evolución podría estar relacionada con una mayor preferencia de las IFM por la inversión en acciones a través de entidades especializadas en la gestión de activos, en detrimento de la inversión directa en esos instrumentos.

Dada la actual cifra de compras por parte de las IFM de valores emitidos por las empresas de seguros y los fondos de pensiones, en promedio, estas adquisiciones apenas tienen efectos sobre las carteras totales de valores en manos de las IFM. No obstante, el importe individual de estas transacciones puede ser elevado y variar considerablemente a lo largo del tiempo.

En resumen, el desglose detallado de las carteras de valores del sector privado en manos de las IFM de la zona del euro revela que la inmensa mayoría de los instrumentos fueron emitidos a largo plazo. Además, el detalle por sectores de los valores adquiridos por las IFM señala la creciente importancia de las acciones y de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de otros intermediarios financieros. En términos más precisos, es posible que las abultadas compras de valores distintos de acciones emitidos por otros intermediarios financieros reflejen la creciente relevancia de la titulización como mecanismo de redistribución de riesgos entre las IFM, mientras que el crecimiento de las carteras de acciones emitidas por otros intermediarios financieros puede indicar una creciente preferencia de las IFM por la inversión en acciones a través de entidades especializadas en la gestión de activos.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En febrero del 2007, los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuaron aumentando a una tasa elevada, ligeramente superior a la del mes anterior. Este resultado fue reflejo de unas tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por todos los sectores que se incrementaron o no se modificaron. En cuanto a la emisión de acciones cotizadas, continuó siendo relativamente moderada, aunque registró un leve aumento.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 8,2% en febrero del 2007, frente al 8% de enero (véase cuadro 3). A pesar del descenso registrado en febrero, la tasa de crecimiento de los valores a tipo de interés variable fue considerablemente superior a la tasa de crecimiento de los valores a tipo de interés fijo, que se elevó en comparación con el mes anterior. De este modo, parece que los emisores siguen satisfaciendo la pronunciada demanda de valores a tipo variable, en un entorno con una curva de rendimientos relativamente plana. En cuanto a la estructura de vencimientos de la emisión de valores distintos de acciones, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones a corto plazo se incrementó ligeramente, hasta el 5,9%, mientras que la de la emisión de valores a largo plazo aumentó hasta el 8,4% en febrero del 2007, desde el 8,2% de enero.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras siguió siendo inferior a las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo, aumentó ligeramente entre enero y febrero, hasta situarse en el 5,3% (véase gráfico 6). A pesar de que las tasas de crecimiento han registrado ascensos en los últimos meses y de que el crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM se moderó en ese mismo período, la expansión de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras todavía es relativamente contenida, en relación con el crecimiento de los préstamos bancarios. En términos de la estructura de vencimientos, en febrero del 2007, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras fue del 5,5% en

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Feb	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 Ene	2007 Feb
Valores distintos de acciones:	11.312	7,5	7,3	7,1	7,9	8,0	8,2
IFM	4.700	9,0	9,2	8,4	9,8	10,5	10,7
Instituciones financieras no monetarias	1.203	25,5	26,5	26,6	28,9	27,0	27,0
Sociedades no financieras	648	3,2	3,4	4,2	4,8	5,2	5,3
Administraciones Públicas	4.761	3,7	3,0	2,8	2,8	2,2	2,4
De las cuales:							
Administración Central	4.455	3,2	2,5	2,3	2,4	1,9	2,1
Otras Administraciones Públicas	306	11,9	11,5	11,8	9,1	7,4	5,8
Acciones cotizadas:	6.228	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	1,1
IFM	1.081	1,2	1,5	1,8	2,0	2,1	2,5
Instituciones financieras no monetarias	633	3,5	2,2	1,5	1,1	0,8	0,9
Sociedades no financieras	4.513	0,9	0,9	1,1	0,8	0,8	0,8

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».

el caso de los valores a largo plazo, desde el 6,2% del mes precedente, mientras que la tasa de crecimiento de los valores a corto plazo fue del 4,2%, considerablemente más elevada que la tasa del 0,2% registrada en enero.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó de nuevo en febrero del 2007, si bien sólo ligeramente, hasta el 10,7%, desde el 10,5% de enero del 2007, lo que sugiere que las entidades de crédito continúan captando fondos para satisfacer la considerable demanda procedente del acusado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. El incremento general de las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones se debió a un aumento de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, debido, principalmente, al fuerte crecimiento de la emisión de valores a tipo de interés variable, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de valores a corto plazo se redujo sustancialmente, desde el 17% de enero hasta el 13,9% de febrero.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se situó en el 27% en febrero, sin variaciones con respecto al mes anterior. Aunque, en conjunto, esta tasa de crecimiento sigue estando bastante por encima de la tasa de crecimiento de otros sectores, ha mostrado una tendencia descendente desde noviembre del 2006, lo que puede deberse a una moderación de las actividades relacionadas con las operaciones de fusión y adquisición, y a los cambios en los patrones de financiación de esas operaciones.

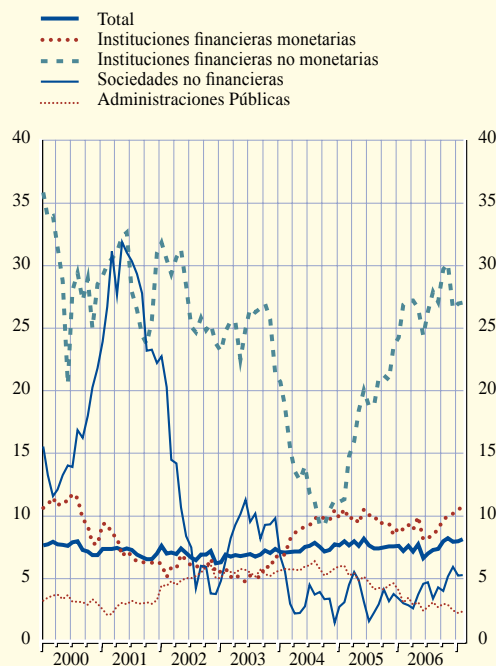
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público se elevó ligeramente en febrero, hasta el 2,4%, desde el 2,2% de enero. La tasa de crecimiento de este tipo de valores emitidos por la Administración Central continuó siendo relativamente moderada y se situó en el 2,1% en febrero, mientras que el crecimiento de las emisiones de otras Administraciones Públicas siguió siendo considerablemente más intenso, alcanzando una tasa interanual del 5,8%, bastante por debajo del 7,4% de enero. Por tanto, continuó la tendencia descendente con respecto a máximo registrado en agosto del 2006.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se situó en el 1,1% en febrero, ligeramente por encima de la registrada en enero. Esto se debió, principalmente, al aumento de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras monetarias, hasta el 2,5% en febrero, desde el 2,1% de enero (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que en general, representan la mayor parte de la emisión bruta total, permaneció invariable, en el 0,8%. La moderada emisión neta por parte de este sector puede estar relacionada con las numerosas recompras de acciones, con una rentabilidad todavía elevada y con las actividades de capital inversión, en las que las empresas están

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

(tasas de crecimiento interanual)

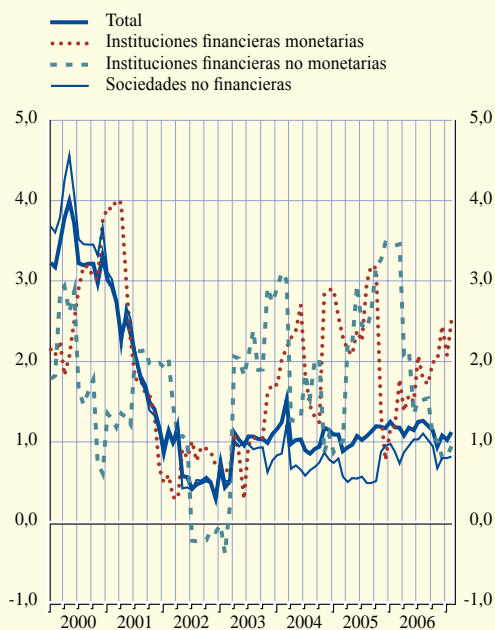


Fuente: BCE.

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

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

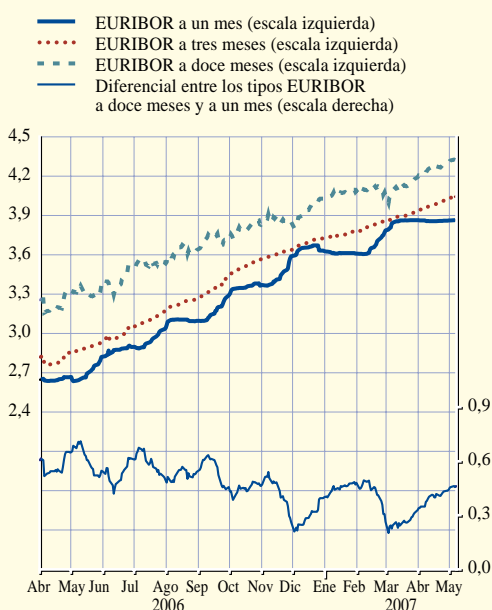
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

siendo adquiridas mediante operaciones de recompra con apalancamiento financiero. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias no experimentó variaciones y fue del 1,1%, mientras que la tasa correspondiente a los inversores institucionales, como las empresas de seguros y los fondos de pensiones, aumentó levemente, hasta el 0,8%.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En abril y principios de mayo del 2007, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron en todos los plazos superiores a un mes, y los mayores incrementos se observaron en los tipos a más largo plazo. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante ese período.

En el período comprendido entre el 1 de abril y el 9 de mayo de 2007, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron en los plazos superiores a un mes, y los incrementos más acusados se registraron en los plazos más largos de la curva de rendimientos. En cambio, el tipo de interés a un mes se mantuvo estable, en el 3,86%. En comparación con los niveles de principios de abril, los tipos de interés a tres meses, a seis meses y a doce meses se elevaron entre 11 y 13 puntos básicos, y el 9 de mayo de 2007 se situaban en el 4,05%, el 4,16% y el 4,32%, respectivamente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 33 puntos básicos, a principios de abril, a 46 puntos básicos el 9 de mayo de 2007 (véase gráfico 8).

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2007 se situaron en el 4,14%, el 4,27% y el 4,36% respectivamente, el 9 de mayo. En comparación con los niveles observados a principios de abril, esto supuso un aumento de 2, 5 y 11 puntos básicos, respectivamente.

El 12 de abril, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, con lo que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permaneció en el 3,75%. Hacia finales del período de mantenimiento que finalizó el 17 de abril, el EONIA descendió ligeramente, situándose en el 3,69% el 16 de abril, debido a la percepción de los participantes en el mercado de que la situación de liquidez era relativamente holgada. Dada la magnitud del superávit de liquidez previsto por el BCE al final del período de mantenimiento, el 17 de abril se llevó a cabo una operación de ajuste de absorción de liquidez. En esa operación, los participantes en el mercado ofrecieron 42,2 mm de euros, de los que el BCE aceptó 22,5 mm de euros. El EONIA finalizó el período de mantenimiento en el 3,79% (véase gráfico 9). En las primeras semanas del nuevo período de mantenimiento que finalizó el 14 de mayo, el EONIA se mantuvo estable, en el 3,83%, es decir, 8 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. El 30 de abril, el EONIA se elevó hasta el 3,87%, como consecuencia de los efectos de fin de mes. Después del 1 de mayo, el EONIA cayó ligeramente, y el 9 de mayo descendió hasta el 3,70%, esto es 5 puntos básicos por debajo del tipo mínimo de puja, en una situación de abundancia de liquidez.

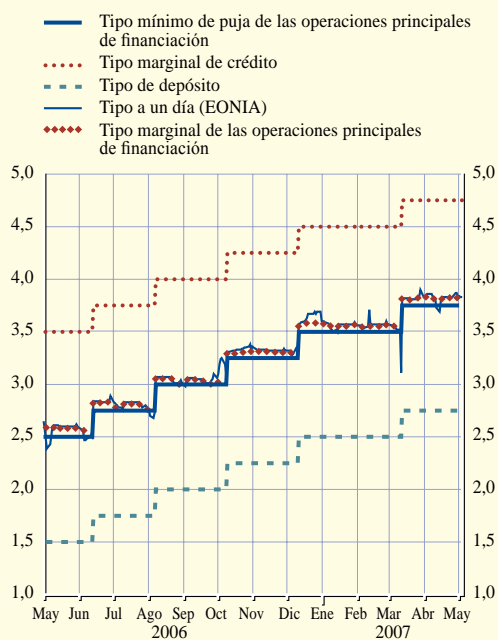
Durante el período de mantenimiento que comenzó el 18 de abril, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvieron, en general, estables. Se proporcionó liquidez a un tipo marginal entre el 3,81% y el 3,82%, y a un tipo medio ponderado entre el 3,82% y el 3,83%. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 26 de abril de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 3,96% y el 3,97%, respectivamente. Estos tipos de las subastas eran 5 y 4 puntos básicos, respectivamente, inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en la zona del euro en el transcurso de abril y a comienzos de mayo, mientras que se mantuvo básicamente estable en Estados Unidos y en Japón. La elevación de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro fue determinada, en gran medida, por un aumento similar del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo, lo que sería indicativo de un renovado optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecien-

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

to de la economía de la zona del euro. Por el contrario, las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, reflejadas por las tasas de inflación implícitas, registraron escasas variaciones en la zona del euro entre finales de marzo y principios de mayo.

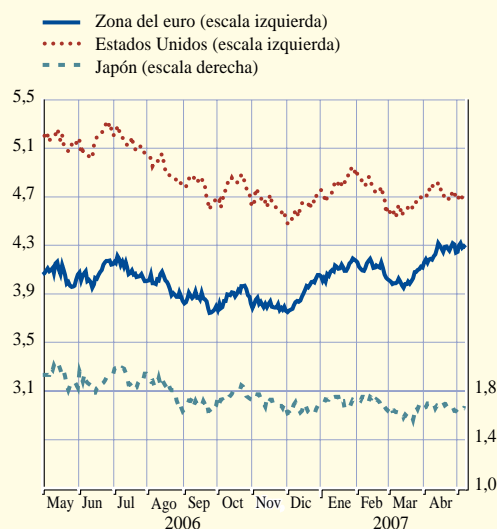
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro mantuvo su suave tendencia al alza en el transcurso de abril, mientras que, en general, los tipos de interés a largo plazo no experimentaron cambios significativos en otros principales mercados (véase gráfico 10). En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 17 puntos básicos entre finales de marzo y el 9 de mayo, fecha en la que se situó en el 4,3%. En Estados Unidos, al final del período considerado el rendimiento de los bonos a diez años se situó en torno al 4,7%, prácticamente el mismo nivel que a finales de marzo. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro volvió a estrecharse, hasta situarse, el 9 de mayo, en unos 40 puntos básicos, el nivel más bajo registrado desde noviembre del 2004. Dado que las variaciones del rendimiento nominal observadas en estas dos economías fueron determinadas, fundamentalmente, por variaciones correspondientes del rendimiento real, es probable que el estrechamiento del diferencial de tipos de interés refleje, en alguna medida, el cambio de opinión de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento relativo, a favor de la zona del euro. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años tampoco experimentó cambios significativos desde finales de marzo, situándose en el 1,7% al final del período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija permaneció prácticamente estable en la zona del euro y en Estados Unidos, lo que sugiere que la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de evolución a corto plazo de esos mercados se mantuvo en niveles relativamente reducidos en términos históricos.

En Estados Unidos, en abril y a primeros de mayo el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo, en general, estable, aunque experimentó variaciones puntuales en ese período. Tras registrar un aumento moderado a comienzos de abril, el rendimiento de los bonos a diez años disminuyó posteriormente en el mismo mes, especialmente después de la publicación de una cifra de crecimiento del PIB real de Estados Unidos más baja de lo previsto para el primer trimestre del 2007. El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación evolucionó en paralelo con el rendimiento nominal, por lo que apenas se observaron variaciones en las tasas de inflación implícitas a largo plazo en el período examinado. El 9 de mayo, la tasa de inflación implícita obtenida de los bonos con vencimiento en el 2015 se situó en torno al 2,4%.

En la zona del euro, la elevación de los tipos de interés nominales a largo plazo fue determinada, principalmente, por incrementos similares del rendimiento real a largo plazo. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015 aumentó 18 puntos básicos, hasta situarse en el

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

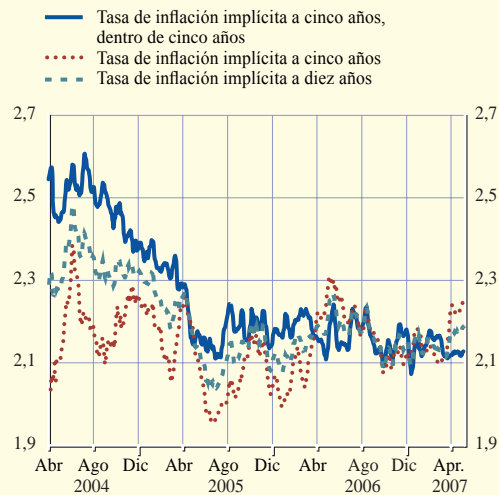


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

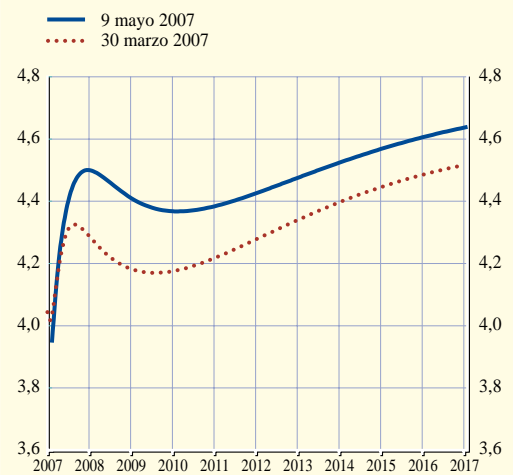
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



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.

2% el 9 de mayo. Esta evolución parece ser reflejo de un mayor optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro, ante los datos económicos generalmente positivos publicados en el período considerado. Pese a los recientes aumentos, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se mantiene en niveles reducidos. Tal y como se indica en el recuadro 3, ello puede estar relacionado, en parte, con la demanda de deuda pública por parte de los inversores institucionales.

Por el contrario, las tasas de inflación implícitas a largo plazo registraron escasos cambios en la zona del euro en el período analizado. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo en torno al 2,1% el 9 de mayo (véase gráfico 11). Por otro lado, las tasas de inflación implícitas a cinco y a diez años se situaron en niveles muy similares a principios de mayo, señal de que las expectativas de inflación y las primas de riesgo de inflación permanecieron bastante estables en esos horizontes temporales.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza en el período examinado en casi todos los plazos (véase gráfico 12). La decisión de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE, adoptada por el Consejo de Gobierno el 12 de abril, fue anticipada por los mercados, por lo que no supuso a corto plazo una importante revisión de las expectativas respecto a los tipos de interés futuros. Por lo tanto, el desplazamiento general al alza de esta curva puede ser básicamente reflejo de una revisión en el mismo sentido de las perspectivas de los inversores respecto al crecimiento de la economía de la zona del euro, tanto en los plazos más cortos como en los más largos.

Recuadro 3

DEMANDA DE DEUDA PÚBLICA POR PARTE DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y EVOLUCIÓN DE SU RENDIMIENTO EN LA ZONA DEL EURO

Durante los últimos años, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro y en otros principales mercados ha permanecido en niveles muy reducidos. Existe evidencia indicativa de que el modesto rendimiento de la deuda pública a largo plazo refleja, en gran medida, unas primas de riesgo excepcionalmente bajas en los mercados de renta fija, sobre todo en términos reales¹. Diversos argumentos avanzados para explicar las reducidas primas de riesgo en los mercados internacionales de renta fija señalan a ciertos grupos de inversores que habrían incrementado notablemente la demanda de deuda pública con vencimientos más largos, lo que habría estimulado los precios de los bonos y, por ende, reducido su rendimiento. Se sostiene, por ejemplo, que el fuerte incremento de la demanda de deuda pública estadounidense en los últimos años, procedente sobre todo de bancos centrales asiáticos (como inversión de sus reservas exteriores acumuladas) y países exportadores de petróleo (como reciclaje de los beneficios extraordinarios derivados de las fuertes subidas de los precios de las materias primas) ha ocasionado los mencionados efectos sobre el rendimiento de la deuda pública estadounidense, posteriormente transmitidos a la zona del euro y a otros principales mercados como reflejo del alto grado de sustituibilidad de la deuda pública de los países desarrollados.

En este mismo sentido, también se ha apuntado una mayor demanda de deuda pública de los inversores institucionales relacionada con cambios en el marco regulador y en la normativa contable, así como con el envejecimiento de la población y el aumento de la esperanza de vida. En este recuadro se presenta evidencia preliminar y meramente descriptiva sobre la demanda de deuda pública a largo plazo de las empresas de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión de la zona del euro y sobre sus efectos potenciales en los tipos de interés a largo plazo de la zona.

El gráfico A recoge la cifra de adquisiciones netas anuales de deuda pública a largo plazo realizadas por las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro (en porcentaje del saldo vivo total de la deuda pública a largo plazo denominada en euros) y el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro (representado en escala invertida) desde el tercer trimestre de 1998. Dado que una mayor demanda de deuda pública conllevaría, en igualdad de condiciones, un rendimiento más reducido, el gráfico sugiere que la demanda de deuda pública de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro podría haber influido en la evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro durante los últimos años. En los períodos caracterizados por una elevada y creciente demanda de bonos tendió a observarse un rendimiento de la deuda pública a largo plazo reducido y a la baja. El gráfico B, que presenta la cifra de suscripciones netas anuales de fondos de renta fija y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro desde el cuarto trimestre del 2003, parece confirmar esta misma vinculación. El gráfico sugiere que el rendimiento de la deuda pública alcanzó su nivel mínimo de los últimos años al mismo tiempo que los fondos de renta fija registraban su demanda máxima.

Sin embargo, la participación de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro en las adquisiciones netas de bonos a largo plazo (en porcentaje del saldo vivo total de la deuda pú-

1 Véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo», en el Boletín Mensual de abril del 2005; Alexopoulos, I., F. Drudi y J. Scheithauer, «What accounts for the low level of interest rates?», documento informativo elaborado en conexión con el CGFS Paper n.º 27 y disponible en el sitio web del BPI; y el recuadro titulado «Prima de riesgo de los tipos de interés reales a largo plazo y prima de riesgo de inflación en el mercado de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril del 2007.

Gráfico A Adquisiciones netas de bonos a largo plazo por parte de empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro

(flujos anuales en porcentaje del saldo vivo de la deuda pública a largo plazo denominada en euros; porcentaje)



Fuentes: BCE y Reuters.

Notas: Los bonos a largo plazo corresponden a valores distintos de acciones a largo plazo. La deuda pública corresponde a valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro.

Gráfico B Suscripciones netas de fondos de renta fija de renta fija

(flujos anuales en porcentaje del saldo vivo de la deuda pública a largo plazo denominada en euros; porcentaje)



Fuentes: BCE, EFAMA y Reuters.

Notas: Los fondos de renta fija corresponden a instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). La deuda pública corresponde a valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro.

blica a largo plazo denominada en euros), pese a haber aumentado, continuó siendo relativamente modesta, en torno a un 3,5%. Asimismo, la evidencia disponible sugiere que los efectos directos sobre los tipos de interés a largo plazo de modificaciones en la regulación contable y en la normativa sobre pensiones son aparentemente muy limitados, estimados en hasta -15 puntos básicos². Por último, también es posible que la pauta de covariación observada haya reflejado otros factores comunes. Por ejemplo, durante la caída de los mercados bursátiles impulsada por el sector de las tecnologías de la información e iniciada durante el año 2000, el aumento de la demanda de deuda pública por parte de empresas de seguros y fondos de pensiones obedeció a su deseo de reducir de forma gradual la proporción de renta variable en sus carteras de activos. Al mismo tiempo, el final del auge del sector tecnológico estuvo asociado a un período de menor actividad económica y presiones inflacionistas más contenidas en la zona del euro, lo que, a su vez, contribuyó también a un menor rendimiento de la deuda pública.

Con todo, las ilustraciones de este recuadro sugieren la existencia de una relación negativa entre la evolución de la demanda de bonos de los inversores institucionales y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro. Esta pauta de covariación es bastante coherente con la hipótesis de que una mayor demanda de deuda pública procedente de los inversores institucionales contribuyó a reducir su rendimiento. No obstante, las cantidades adquiridas fueron bastante modestas en relación con el saldo vivo de la deuda pública a largo plazo (véanse gráficos A y B), lo que tiende a ser contradictorio con la presunción de que la mayor demanda de bonos procedente de los inversores institucionales de la zona del euro haya tenido efectos notables sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Al mismo tiempo, debe tenerse en cuenta que el análisis presentado es muy parcial y que otros factores de demanda y de oferta influyen en la determinación del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, de modo que también podrían haber ocasionado la covariación obser-

2 Véase el cuadro 4 incluido en «Institutional investors, global savings and asset allocation», CGFS Paper n.º 27, 2006; y el cuadro 5 contenido en Rudebusch, G., E. Swanson y T. Wu, «The bond yield 'conundrum' from a macro-finance perspective», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper n.º 2006-16, 2006.

vada entre la demanda de bonos de los inversores institucionales y el rendimiento de dichos bonos. En particular, los datos incluidos en este recuadro únicamente recogen la demanda de deuda pública de residentes en la zona del euro (y sólo de un sector concreto), mientras que, en un entorno internacional caracterizado por productos y mercados financieros altamente integrados, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro suele verse muy afectado por factores internacionales³. En consecuencia, una mayor demanda de deuda pública a largo plazo procedente de inversores institucionales de fuera de la zona del euro —derivada de un aumento de sus inversiones directas en activos de la zona o de la propagación de efectos desde los mercados internacionales de renta fija— podría tener un impacto adicional sobre el rendimiento de los bonos de la zona del euro.

3 Véase el recuadro titulado «La evolución de los vínculos internacionales entre las curvas de rendimiento de la deuda pública en la zona del euro y en Estados Unidos», en el Boletín Mensual de marzo del 2007.

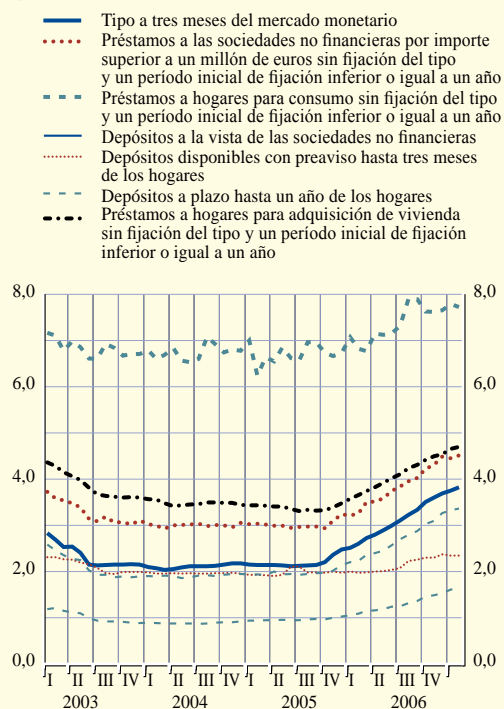
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En febrero del 2007, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM continuaron con la tendencia al alza, aunque algunos de los tipos aplicados por las entidades de crédito se redujeron ligeramente. Los tipos de interés aplicados a los depósitos a largo plazo de los hogares y de las sociedades no financieras experimentaron un descenso. Si se considera un período más prolongado, la transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito fue más acusada para los tipos a corto plazo.

En febrero del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos tendieron a elevarse ligeramente, siguiendo la trayectoria de los tipos de mercado, aunque la evolución fue dispar (veáanse cuadro 4 y gráfico 13). Entre finales de enero y finales de febrero del 2007, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares para adquisición de vivienda volvieron a incrementarse 5 puntos básicos, mientras que los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo para consumo concedidos a este sector se redujeron 7 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras, sin fijación del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año, aumentaron 6 puntos básicos, tanto para los préstamos por importes reducidos como para aquellos por importes elevados. Además, los ti-

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.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta Feb 2007 ²⁾		
	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 Ene	2007 Feb	2006 Jul	2006 Oct	2007 Ene
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,36	2,56	2,87	3,26	3,33	3,36	67	33	3
A plazo a más de dos años	2,43	2,57	2,68	2,84	2,90	2,67	-12	-17	-23
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,98	2,03	2,26	2,37	2,35	2,35	27	6	0
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,37	2,52	2,68	2,86	2,97	3,07	50	33	10
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	1,15	1,23	1,36	1,53	1,60	1,62	37	17	2
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,48	2,70	2,98	3,47	3,49	3,48	70	29	-1
A plazo a más de dos años	3,34	3,23	3,70	4,04	4,08	4,01	9	-18	-7
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	6,77	7,15	7,89	7,65	7,79	7,72	40	9	-7
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,74	4,02	4,31	4,54	4,65	4,70	59	28	5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,23	4,51	4,63	4,55	4,58	4,67	12	8	9
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	5,30	5,46	5,69	5,80	5,90	5,98	46	22	8
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,23	4,47	4,74	5,08	5,16	5,22	64	31	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,19	4,40	4,59	4,67	4,65	4,75	30	15	10
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,72	2,99	3,34	3,68	3,75	3,82	72	32	7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,22	3,47	3,62	3,79	3,94	3,96	38	27	2
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,47	3,78	3,70	3,83	4,02	4,02	18	25	0

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.

pos aplicados por las entidades de crédito a los depósitos de los hogares experimentaron un ascenso de 3 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los depósitos de las sociedades no financieras disminuyeron levemente.

Si se considera en retrospectiva un período más prolongado, la transmisión de las subidas de los tipos de interés a corto plazo desde los tipos de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito, que registraba un retardo a principios del 2006, tras el comienzo del ciclo alcista en los tipos de interés, se ha recuperado en los últimos meses. En el período transcurrido entre septiem-

bre del 2005 y febrero del 2007, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 168 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos hasta un año de los hogares se elevaron 140 puntos básicos. En cambio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo para consumo concedidos a los hogares sólo registraron un ascenso de 77 puntos básicos, aunque partían de niveles mucho más elevados. Además, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos con período inicial de fijación de un año se elevaron unos 149 puntos básicos en lo que se refiere a los préstamos a las sociedades no financieras, y 138 puntos básicos para los préstamos para adquisición de vivienda.

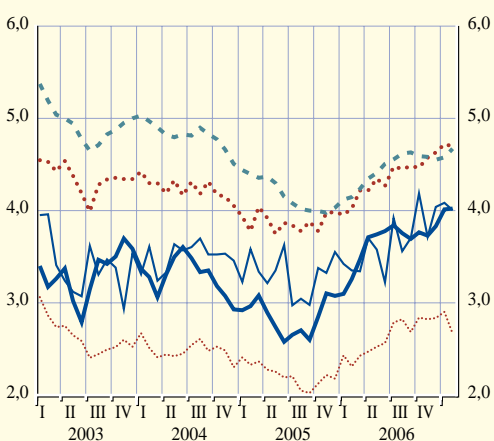
En febrero del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y a los de la sociedades no financieras se redujeron 23 y 7 puntos básicos, respectivamente, en comparación con el mes precedente (véanse cuadro 4 y gráfico 14), mientras que el rendimiento de la deuda pública a dos años se incrementó ligeramente. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras por importe inferior o igual a un millón de euros aumentaron unos 10 puntos básicos. No obstante, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros se redujeron moderadamente (véase gráfico 14).

En el caso de los tipos de interés a largo plazo, la transmisión de las subidas de los tipos desde septiembre del 2005 todavía es lenta. Los rendimientos de la deuda pública a dos años y a cinco años de la zona del euro se elevaron 175 y 142 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre del 2005 y febrero del 2007. En ese mismo período, los tipos a largo plazo aplicados a los depósitos de los hogares sólo se incrementaron 64 puntos básicos. En cuanto a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años sólo registró un ascenso de unos 67 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, los tipos de interés aplicados por las IFM registraron un ascenso de 69 a 82 puntos básicos, dependiendo del importe de los préstamos. La mayor competencia de otras entidades, así como de entidades no bancarias, puede haber sido la causa de la reducción de los diferenciales bancarios. Con todo, la transmisión, más bien lenta, a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos es acorde, en líneas generales, con patrones históricos, y en parte refleja una moderación de los tipos de interés por parte de las entidades de crédito.

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

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

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



Fuente: BCE.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles volvieron a subir en la zona del euro y en Estados Unidos entre finales de marzo y comienzos de mayo. La evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro durante ese período fue consecuencia del vigoroso crecimiento efectivo y esperado de los beneficios, que puede haber estado relacionado, a su vez, con la publicación de datos generalmente favorables sobre la actividad económica de la zona del euro. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo en niveles reducidos en los principales mercados.

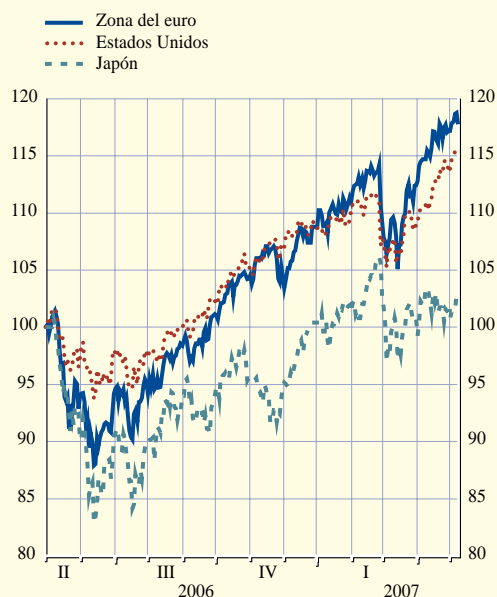
Los índices bursátiles amplios continuaron subiendo en los principales mercados en el transcurso de abril y a primeros de mayo (véase gráfico 15). Entre finales de marzo y el 9 de mayo de 2007, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, ganaron alrededor de un 5% y un 6%, respectivamente, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron moderadamente. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, experimentó escasos cambios en los principales mercados. Así pues, la incertidumbre de los mercados internacionales de renta variable se mantuvo en niveles relativamente reducidos a comienzos de mayo del 2007 (véase gráfico 16).

En Estados Unidos, los mercados de renta variable soportaron bastante bien la reciente publicación de datos contradictorios sobre la economía del país. Por ejemplo, la disminución de la confianza de los consumidores, el crecimiento más lento del gasto personal y el crecimiento menor de lo previsto del PIB real observados en el primer trimestre sólo afectaron temporalmente y de forma marginal al índice Standard & Poor's 500, que continuó subiendo en el transcurso de abril, como resultado del sólido crecimiento de los beneficios. En efecto, el crecimiento interanual efectivo de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se mantuvo en torno al 14%, prácticamente sin cambios con respecto al registrado en marzo del 2007. Al mismo tiempo, en abril del 2007 el crecimiento de los beneficios esperado por los analistas se mantuvo en los altos niveles alcanzados, en torno al 8% a doce meses vista, y al 12%, a largo plazo, según datos de I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System). Además, el descenso generalizado de los precios del petróleo observado en los últimos meses puede haber contribuido a determinar el comportamiento de los precios de las acciones.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, continuaron mostrando una tendencia al alza en el período considerado, alcanzando el nivel más alto registrado en los últimos siete años. La publicación de datos generalmente positivos sobre la actividad económica de la zona del euro puede haber influido favorablemente en las cotizaciones bursátiles, ante las perspectivas de beneficios de las empresas cotizadas, que pueden haber contrarrestado los efectos negativos del aumento de los tipos de interés a largo plazo (véase sección 2.4). Las encuestas siguieron recogiendo elevados niveles de crecimiento esperado de los beneficios en el transcurso de abril, lo que tuvo repercusiones favorables en los mercados bursátiles de la zona del euro. En abril del 2007, los analistas de los mercados de renta variable esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX creciesen en torno a un 9% en los próximos doce meses, y a un 7%, en los próximos tres a cinco años, según datos de I/B/E/S. Por otro lado, pese a mostrar una ligera tendencia descendente desde septiembre, el crecimiento interanual efectivo de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvo alto, alrededor de un 15%, en abril del 2007. En todos los mercados internacionales, las cotizaciones bursátiles pueden haberse beneficiado también de la reducción de las primas de riesgo de las acciones, reflejo de la mayor

Gráfico 15 Índices bursátiles

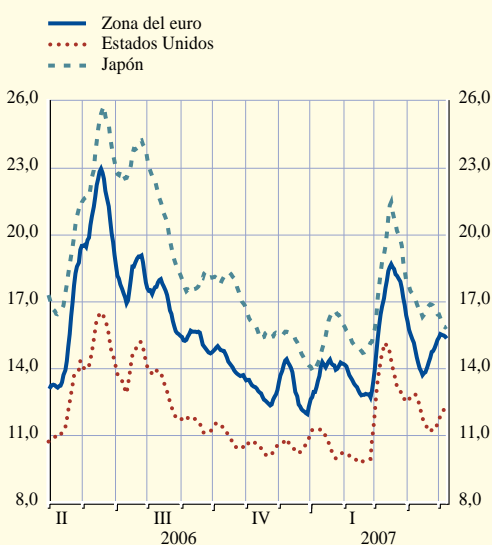
(índice: 1 mayo 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

tolerancia al riesgo de los inversores, tal y como se desprende, por ejemplo, de la encuesta a los gestores internacionales de fondos realizada por Merrill Lynch en abril. Aunque todos los sectores del índice experimentaron una notable subida, los que más influyeron en los buenos resultados de los mercados de renta variable de la zona del euro fueron los sectores tecnológico, industrial y financiero, con incrementos del orden del 6%.

La volatilidad implícita se mantuvo, en general, estable en la zona del euro, señal de que la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones no había registrado cambios significativos. Así pues, a comienzos de mayo la incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro se mantuvo en niveles relativamente reducidos en términos históricos. Por otra parte, en el período examinado los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro volvieron a estrecharse ligeramente en los plazos más cortos, lo que puede también indicar un nuevo descenso de las primas de riesgo exigidas por los inversores por los activos de mayor riesgo, como las acciones, tras el cambio transitorio de tendencia observado a finales de marzo.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,8% en abril del 2007. Los datos del IAPC de marzo del 2007, que incluyen el detalle de los componentes del índice, indican nuevamente que la inflación medida por el IAPC general ha estado determinada de forma significativa por los precios de la energía. En general, parecen existir ciertas presiones sobre los precios, en el contexto de una vigorosa actividad económica. En efecto, los indicadores disponibles, como los precios industriales y los datos de las encuestas de opinión, apuntan a la existencia de presiones sobre los precios internos, generadas por los elevados costes de los bienes intermedios y una mayor capacidad de fijación de precios por parte de las empresas, mientras que se mantuvo la moderación salarial hasta el final del año pasado. De cara al futuro, si no se producen nuevos aumentos de los precios del petróleo, se espera que, hasta el mes de agosto, los efectos de base favorables derivados de la evolución de estos precios en el 2006 contribuyan a propiciar cierta reducción de la inflación interanual medida por el IAPC, que se elevaría, sin embargo, hacia finales de año, debido a unos efectos de base desfavorables. La inflación medida por el IAPC sigue estando sujeta a varios riesgos alcistas, especialmente relacionados con la posibilidad de mayores presiones de lo previsto sobre los costes laborales, como consecuencia de tensiones en determinados segmentos de los mercados de trabajo, de nuevas subidas de los precios del petróleo, de incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, y de la transmisión de precios industriales todavía elevados, en el contexto de una mayor capacidad de fijación de precios por parte de las empresas.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE ABRIL DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,8% en abril del 2007 (véase cuadro 5), frente al 1,9% registrado en marzo. Aunque no se publicará el detalle de los componentes del IAPC de abril hasta mediados de mayo, un importante efecto de base derivado de la evolución anterior de los precios de la energía, originó en abril un descenso de unos 0,2 puntos porcentuales de la tasa de variación interanual.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA MARZO DEL 2007

La elevación de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro, desde el 1,8% de febrero, hasta el 1,9% de marzo del 2007, fue consecuencia, en gran parte, de un pronunciado aumento del componente energético del IAPC. Sin embargo, si se considera la evolución general de los componentes del IAPC a lo largo de los últimos meses, sus variaciones interanuales confirman la tendencia al alza de algunos de los componentes menos volátiles. Este patrón de ascensos graduales puede ser resultado de ciertas presiones al alza sobre los precios, generadas por el incremento de los costes de los bienes intermedios y por una mayor capacidad de fijación de precios, además de reflejar también el aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero del 2007.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2006 Nov	2006 Dic	2007 Ene	2007 Feb	2007 Mar	2007 Abr
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8
Energía	10,1	7,7	2,1	2,9	0,9	0,8	1,8	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	4,4	3,7	3,7	2,8	2,9	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	1,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2	.
Servicios	2,3	2,0	2,1	2,0	2,3	2,4	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	4,3	4,1	3,1	2,9	2,7	.
Precios del petróleo (euros/barril)	44,6	52,9	46,7	47,4	42,2	44,9	47,3	50,2
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	22,9	17,7	15,6	13,9	17,6	15,3

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

1) La inflación medida por el IAPC de abril del 2007 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

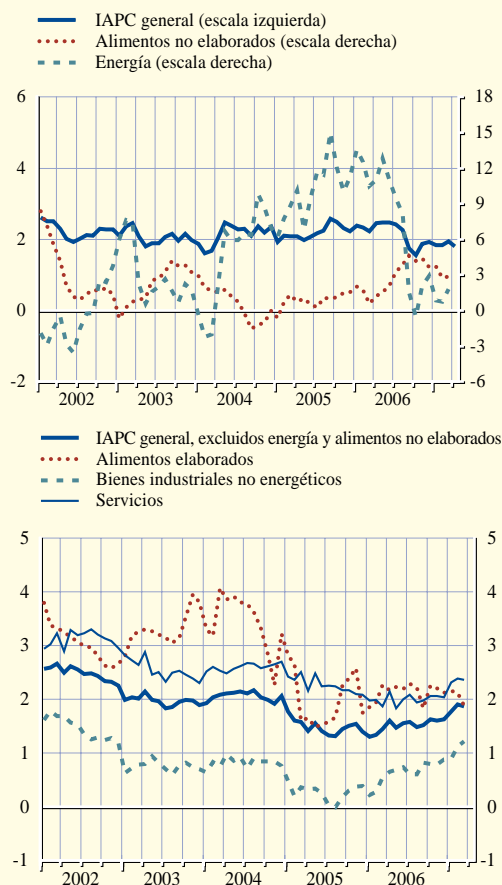
Por lo que se refiere a los componentes más volátiles del IAPC, el acusado incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía contrastó con la relativa estabilidad de los precios de los alimentos no elaborados. La tasa de variación interanual de los precios de la energía se elevó hasta el 1,8% en marzo del 2007, desde el 0,8% de febrero, como resultado, principalmente, de la fuerte subida de los precios de los combustibles y lubricantes para material de transporte personal (véase gráfico 17). Mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 2,9% en marzo, frente al 2,8% del mes anterior, los precios desestacionalizados de los alimentos no elaborados disminuyeron en términos intermensuales, como consecuencia, en gran medida, de las suaves condiciones meteorológicas registradas en toda Europa.

En lo que respecta a los componentes menos volátiles del IAPC, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó hasta el 1,2%, manteniendo la tendencia al alza observada en este componente en los últimos meses. Aunque la tasa de variación interanual de los precios de los servicios permaneció estable en el 2,4% en marzo, este componente había experimentado también una tendencia al alza similar en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados descendió al 1,9% en marzo, desde el 2,1% del mes precedente.

Los precios administrados y los impuestos indirectos siguieron influyendo en la inflación medida por el IAPC hasta comienzos del 2007, especialmente en el contexto del aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero del 2007. De forma más general, como se indica en el recuadro 4, la incidencia de los precios administrados y de los impuestos indirectos sobre la inflación de la zona del euro se ha acrecentado en los últimos años.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 4

Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC

Aunque, a medio plazo, la inflación viene determinada en última instancia por la evolución de la política monetaria, los análisis de la coyuntura económica y las previsiones requieren una comprensión cabal de los factores en los que se basa, en el corto plazo, la evolución del IAPC desagregado. Los impuestos indirectos y los precios administrados son dos cauces importantes, a través de los cuales las autoridades pueden influir directamente en los mecanismos de fijación de los precios.

Evolución estadística

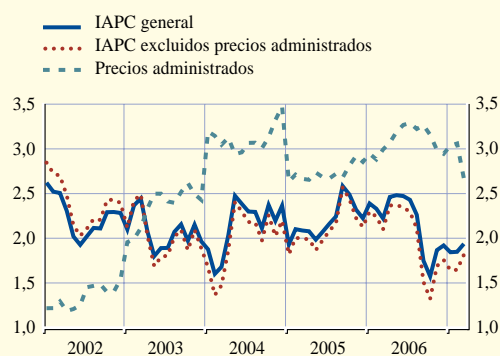
En los dos últimos años se ha estado trabajando tanto en Eurostat como en los respectivos institutos nacionales de estadística de los Estados miembros de la UE para calcular un índice IAPC auxiliar que permita eliminar en el IAPC general el impacto directo de las variaciones de los impuestos indirectos. Al mismo tiempo, el BCE, en colaboración con los BCN del SEBC, ha estado compilando estimaciones de los precios administrados basadas en el IAPC. Estas estimaciones experimentales para la zona del euro se publican ahora por primera vez en la presente edición del Boletín Mensual (véase cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). El análisis que figura en este recuadro tiene por objeto presentar la nueva información disponible sobre los precios administrados y evaluar su influencia directa en la inflación de la zona del euro.

El objetivo de las nuevas estimaciones de los precios administrados elaboradas por el BCE es mostrar la evolución de un subconjunto de precios en la cesta de componentes del IAPC fijados directamente por las autoridades (incluidas las administraciones centrales, regionales y locales y los organismos nacionales de regulación) o en los que éstas influyen de forma significativa a través de medidas distintas de las modificaciones de los impuestos indirectos. Entre los precios administrados cabe mencionar, por ejemplo, las tarifas de transporte local, las tasas escolares, los alquileres regulados y las tarifas telefónicas que, en función de las prácticas nacionales, pueden requerir la aprobación de las autoridades reguladoras. El BCE compila esas estimaciones basándose en las ponderaciones y los subíndices del IAPC correspondientes a los países de la zona del euro que publica Eurostat. Los resultados de la zona del euro se basan en una evaluación de las prácticas nacionales en materia de administración de precios descritas en cada uno de los 93 subíndices detallados del IAPC¹. También se compila un detalle de los precios totalmente administrados (es decir, los que fijan directamente las autoridades) y de los precios principalmente administrados

(es decir, aquellos, en cuya evolución las autoridades o cualquier organismo nacional de regulación tienen una influencia muy significativa)². Cabe señalar que, debido a lo difícil que resulta aislar el impacto de las decisiones de las autoridades de otras influencias en la fijación de los precios, las estimaciones sólo permiten obtener una aproximación de las variaciones de los precios atribuibles a las decisiones administrativas y, por lo tanto, deben interpretarse con cautela³.

Gráfico A IAPC general y precios administrados

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat.

Impacto de los precios administrados sobre la inflación medida por el IAPC

Según las nuevas estimaciones del índice de precios administrados, basadas en el IAPC, en el período comprendido entre enero del 2002 y marzo

1 El hecho de que en las nuevas estimaciones se tengan en cuenta las diferencias en las prácticas administrativas entre los distintos países de la zona del euro constituye una mejora muy importante en comparación con las estimaciones publicadas anteriormente (véase, por ejemplo, el recuadro titulado «El impacto de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación» en el Boletín Mensual de enero del 2004).

2 Las estimaciones de los precios administrados (incluidos estos subíndices) pueden descargarse del sitio que se indica a continuación, que figura en la dirección del BCE en Internet (ECB's Statistical Data Warehouse): <http://sdw.ecb.int/browse.do?currentNodeId=2120778>

3 Para más información sobre la metodología empleada en la compilación de este indicador, véase <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html>

Gráfico B Contribución de las variaciones de los precios administrados a la inflación medida por el IAPC general

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

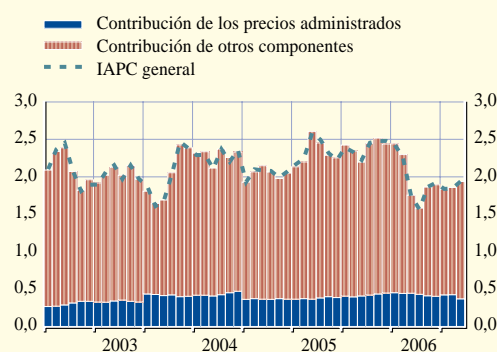
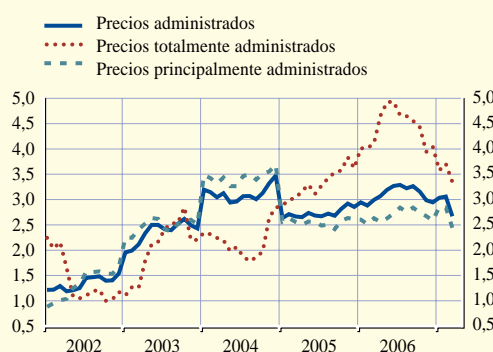


Gráfico C Precios administrados y sus componentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Fuentes: Eurostat y estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat.

del 2007⁴, la tasa de variación interanual de los precios administrados fue, en promedio, del 2,5%. Aumentó desde el mínimo del 1,2% observado a comienzos del período hasta un máximo del 3,5% en diciembre del 2004 y se situó, en marzo del 2007, en una tasa del 2,7% (véase gráfico A). Para mayo del 2003, los precios administrados habían crecido más rápidamente que el IAPC general. Por consiguiente, los precios administrados han contribuido a intensificar las presiones alcistas sobre los precios, algo que se aprecia también al comparar las tasas interanuales efectivas de inflación, medidas por el IAPC, de la zona del euro con un indicador sintético que excluye dichos precios.

La participación total de los precios administrados en el IACP general es del 13,9% en el 2007. En los últimos años, la contribución de las variaciones de dichos precios a la inflación interanual agregada, medida por el IAPC, ha sido importante y no parece mostrar correlación alguna con las tasas de inflación general (véase gráfico B). En marzo del 2007, la contribución fue de 0,4 puntos porcentuales, acorde con la media registrada desde el año 2003. Partiendo del nivel más bajo (0,3 puntos porcentuales a comienzos del 2003), la contribución de los precios administrados a las tasas de inflación interanuales de la zona del euro alcanzó un máximo de casi 0,5 puntos porcentuales en el 2004, impulsada principalmente por la reforma del sistema de atención sanitaria en Alemania.

Por lo que respecta a los precios que se clasifican como totalmente administrados (véase gráfico C), las variaciones de sus tasas interanuales son notablemente más volátiles que las del componente considerado en su totalidad. Los precios totalmente administrados registraron la tasa de crecimiento más baja (un 1%) en octubre y noviembre del 2002, y la más alta (4,9%) en mayo y junio del 2006. En la actualidad dicha tasa se sitúa en el 3,3%, un nivel que sigue siendo elevado. No obstante, este componente tiene una ponderación relativamente baja (3,5%) en el IACP general.

Es importante tener presente que la cuantificación precisa del impacto de los precios administrados sobre la inflación medida por el IAPC está sujeta a una serie de factores de incertidumbre. Por ejemplo, aunque la información que ofrece el índice de precios administrados compilado recientemente es más precisa que la disponible anteriormente, no es posible diferenciar perfectamente las variacio-

4 El nuevo índice de precios administrados basado en el IACP comienza en enero del 2001.

nes de los precios atribuibles a una intervención de las autoridades de las imputables a la evolución de los mercados, como las presiones sobre los precios derivadas de la competencia imperfecta en algunos mercados de productos, de los costes subyacentes y de otros factores que escapan al control de aquellas. Así pues, es inevitable que, en la clasificación de algunas partidas, la situación o las decisiones puedan ser un tanto indefinidas.

Al evaluar el impacto directo total de las medidas del gobierno sobre la evolución de la inflación, también debe tomarse en consideración la influencia de los impuestos indirectos. Según indican las proyecciones más recientes elaboradas por los expertos del BCE⁵, se prevé que la contribución de dichos impuestos a la inflación de la zona del euro, medida por el IAPC, sea de 0,5 puntos porcentuales en el 2007, cifra notablemente más alta que la media de alrededor de 0,2 puntos porcentuales observada en años anteriores. Se dispondrá de más información una vez que Eurostat y los institutos nacionales de estadística concluyan el proyecto para calcular un índice auxiliar del IAPC que mantenga constantes en el tiempo los impuestos indirectos, bajo el supuesto de una traslación completa e inmediata de las variaciones de los tipos impositivos. Se espera que Eurostat publique los principales resultados de este índice a finales del 2007.

En general, el impacto de las medidas de política adoptadas por las autoridades sobre la inflación de la zona del euro a través de los precios administrados y los impuestos indirectos no parece insignificante y, de hecho, se ha intensificado en los últimos años. Esto es algo que ha de tenerse en cuenta al evaluar las presiones generales sobre los precios, a fin de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este nivel, en el medio plazo.

⁵ Véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» en el Boletín Mensual de marzo del 2007.

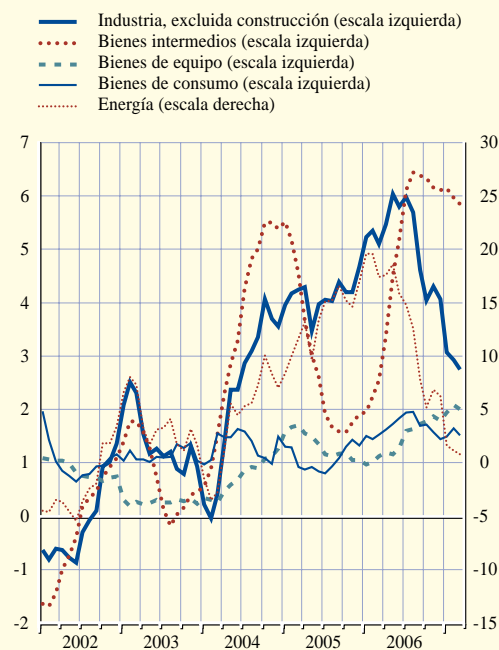
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En marzo del 2007, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se situó en el 2,7%, ligeramente por debajo del 2,9% registrado en febrero (véase gráfico 18). Esta evolución estuvo determinada, fundamentalmente, por el componente energético, y refleja los efectos de base de anteriores subidas de los precios del petróleo. La tasa de variación interanual del IPRI, excluidas la energía y la construcción, se mantuvo prácticamente estable en el 3,4%, como resultado de reducidos descensos de los tres principales componentes. La inflación interanual en los bienes intermedios, que permaneció en niveles bastante elevados en marzo, se redujo en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 5,8%, reflejo de la transmisión de los altos precios de las materias primas. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo disminuyó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2% (bienes de equipo y bienes de consumo duradero) y el 1,4% (bienes de consumo no duradero). Pese a estos últimos descensos, la evolución reciente de los componentes de bienes de consumo y bienes de equipo del IPRI sigue indicando también cierta transmisión de anteriores subidas de los costes de las materias primas.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de las encuestas apuntan también a la persistencia de fuertes presiones sobre los precios en los sectores de manufacturas y servicios (véase gráfico 19). No obstante, según NTC Economics, estos dos sectores mostraron una evolución divergente en abril del 2007. Aunque seguía siendo indicativa de presiones alcistas, la tasa de variación de los precios de las manufacturas empezó a dar pruebas de cierta desaceleración, debido al crecimiento más lento de los costes de los bienes intermedios y a la necesidad de ofrecer precios competitivos para mantener el volumen de ventas. Por el contrario, las presiones alcistas en el sector servicios se acentuaron en

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

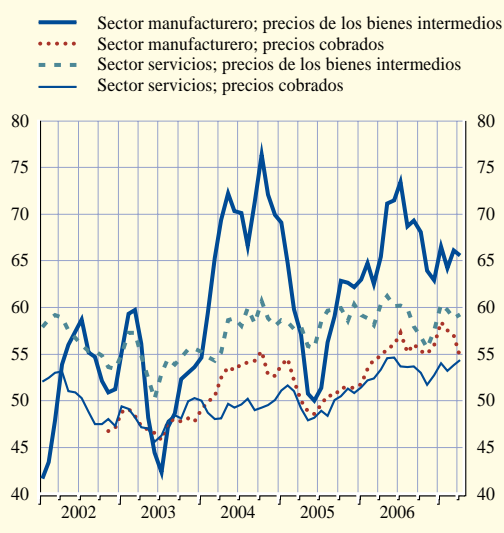
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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

abril, tal y como sugieren los indicadores de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados procedentes de las encuestas. Según los encuestados, esta evolución refleja restricciones de la capacidad productiva, un aumento de la demanda y una mayor capacidad de fijación de precios por parte de las empresas en el sector servicios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La información disponible sugiere que el crecimiento de los costes laborales permaneció relativamente moderado hasta finales del 2006. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se situó en el 2,5% en el cuarto trimestre del 2006, en niveles muy similares a los de las cifras (revisadas al alza)

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

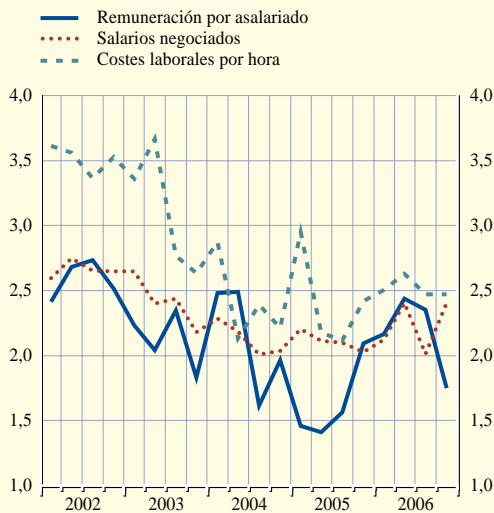
	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Salarios negociados	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Costes laborales totales por hora	2,4	2,5	2,4	2,5	2,6	2,5	2,5
Remuneración por asalariado	1,6	2,2	2,1	2,2	2,4	2,4	1,8
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,7	1,4	1,1	1,2	1,4	1,2	1,8
Costes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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los salarios negociados no incluyen Eslovenia.

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 salarios negociados no incluyen Eslovenia.

correspondientes a los tres primeros trimestres del año (véase gráfico 20). El resultante incremento interanual de los costes laborales totales por hora, de un 2,5% para el conjunto del 2006, se situó ligeramente por encima del crecimiento medio registrado en los dos años anteriores (véase cuadro 6). Se observa también un leve cambio en el crecimiento de los salarios negociados para el conjunto del 2006.

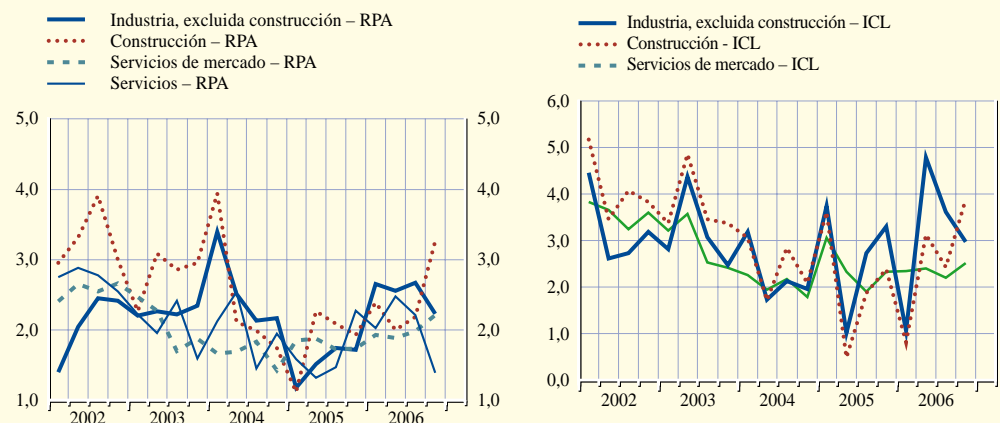
El detalle por sectores indica que, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó en la construcción y los servicios de mercado en el cuarto trimestre del año, al tiempo que disminuía en la industria, los salarios siguieron creciendo en el sector industrial en mayor medida que en el sector servicios, en términos medios interanuales (véase gráfico 21).

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, hasta el 1,8%, en el cuarto trimestre del 2006, desde la cifra revisada al alza del 2,4% para el tercer trimestre, fue determinado, en gran parte, por una situación transitoria observada en el sector público italiano. Este descenso, unido a la evolución de la productividad, redujo el crecimiento de los costes laborales unitarios a cero en el cuarto trimestre del 2006, tras haberse mantenido estable en el 1% en los tres primeros trimestres. Así pues, los datos del 2006 confirman que los costes laborales unitarios crecieron de forma bastante moderada, debido a la contención salarial y

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro, hasta el 1,8%, en el cuarto trimestre del 2006, desde la cifra revisada al alza del 2,4% para el tercer trimestre, fue determinado, en gran parte, por una situación transitoria observada en el sector público italiano. Este descenso,

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.

a un repunte significativo del crecimiento de la productividad. En cierta medida, esta moderación puede ser reflejo de factores estructurales, como la globalización y la fuerte competencia internacional, así como de cambios en la composición del empleo, con desplazamientos hacia salarios más bajos, como consecuencia de reformas anteriores. Sin embargo, desde una perspectiva de futuro en el contexto de una mejor posición cíclica, y en vista de la favorable situación económica observada recientemente en la zona del euro y de las tensiones registradas en los mercados de trabajo, aumentan los riesgos de mayores presiones salariales.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

La desaceleración de los precios de los inmuebles residenciales observada en la zona del euro desde mediados del 2005 continuó en el segundo semestre del 2006, pese a que se mantuvo la pujanza del mercado de la vivienda en muchos países de la zona (véase recuadro 5). Según las estimaciones más recientes, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales en el conjunto de la zona del euro descendió hasta el 6% en el segundo semestre del 2006, desde el 6,9% registrado en el primer semestre del mismo año, por lo que la tasa de crecimiento anual de los precios de la vivienda en la zona del euro para el año 2006 se situó en el 6,4%, frente al 7,9% observado en el 2005.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

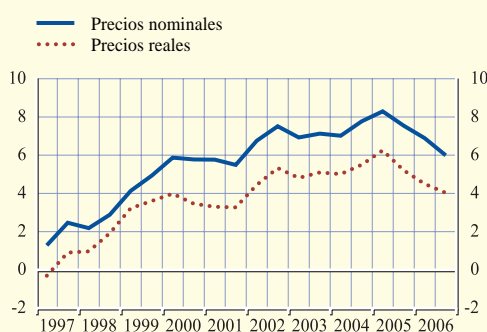
El presente recuadro ofrece una visión panorámica de la evolución reciente de los mercados de la vivienda en la zona del euro, prestando especial atención a la dinámica de los precios en función de las tendencias de la demanda y de la oferta de vivienda.

Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales

El proceso de desaceleración de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro observado ya en el segundo semestre del 2005 ha continuado durante el 2006. Conforme a las estimaciones más recientes, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales en el conjunto de la zona del euro se moderó hasta el 6% en el segundo semestre del 2006, desde el 6,9% registrado en el primer semestre del mismo año (véase gráfico A), por lo que el ritmo de crecimiento anual de los precios de la vivienda en la zona del euro para el conjunto del año 2006 se situó en un 6,4%, frente al 7,9% registrado en el 2005. Los datos nacionales disponibles, pese a revelar cierto grado de heterogeneidad dentro de la zona del euro, confirman la desaceleración gradual de la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda que viene produciéndose en una serie de países (véase cuadro).

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Nota: La serie de precios de los inmuebles residenciales en términos reales se calcula utilizando como deflactor el IAPC de la zona del euro. El índice agregado de precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se ha elaborado a partir de las series nacionales de países que representan más del 90% del PIB de la zona del euro durante todo el período considerado.

Precios de los inmuebles residenciales en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2005		2006	
								S1	S2	S1	S2
Bélgica ¹⁾	6,7	6,7	7,7	6,1	10,7	18,5	11,2	18,7	18,2	12,3	10,2
Alemania ²⁾	-0,5	0,2	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	0,3	-	-	-	-
Irlanda ²⁾	21,0	8,1	10,1	15,2	11,4	11,5	-	10,8	12,1	13,6	-
Grecia ²⁾	10,5	14,4	13,9	5,4	2,2	11,0	-	9,2	12,7	-	-
España ²⁾	6,2	9,9	15,7	17,6	17,4	13,9	10,4	14,8	13,1	11,4	9,5
Francia ²⁾	4,4	7,9	8,3	11,7	15,2	15,3	12,0	15,5	15,1	13,9	10,4
Italia ²⁾	1,5	7,4	13,7	10,6	9,2	9,6	6,7	11,6	7,8	6,4	7,0
Luxemburgo ¹⁾	5,5	13,8	11,7	12,9	10,0	-	-	-	-	-	-
Países Bajos ³⁾	14,1	11,2	8,5	4,9	4,1	4,8	4,5	4,8	4,9	4,9	4,2
Austria ^{2),4)}	-1,8	2,2	0,2	0,3	-2,2	5,1	4,0	6,8	3,4	4,1	4,0
Portugal ²⁾	5,8	3,6	1,1	1,6	0,4	-	-	1,9	-	-	-
Eslovenia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finlandia ²⁾	10,6	0,7	6,1	6,3	7,3	6,1	-	4,6	7,6	8,3	-
Zona del euro	3,7	5,6	7,1	7,0	7,4	7,9	6,4	8,3	7,5	6,9	6,0

Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Ponderaciones basadas en el PIB nominal del 2005.

1) Viviendas nuevas y ya construidas; todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y pisos nuevos y ya construidos); todo el país.

3) Viviendas ya construidas (casas y pisos); todo el país.

4) Datos únicamente de Viena hasta el año 2000.

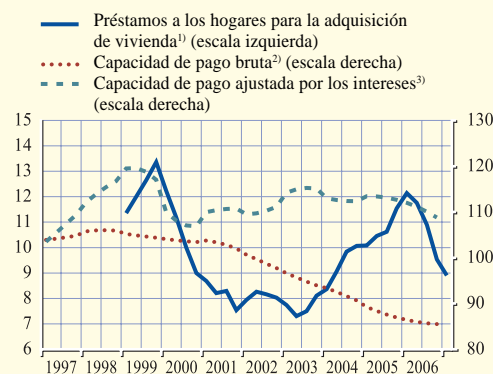
Los datos disponibles correspondientes al 2006 muestran que en la mayoría de los países donde se habían registrado fuertes subidas de los precios de la vivienda durante el 2005, con tasas próximas o superiores al 10%, el ritmo de crecimiento de los precios se ralentizó en el transcurso del 2006. El pasado año fue el primer ejercicio de moderación de precios en Bélgica, Francia e Italia, mientras que en España prosiguió el proceso de desaceleración iniciado en el 2005. En el caso de Irlanda, los datos disponibles correspondientes al primer semestre del 2006 revelaron la continuidad de un dinamismo notable, pero las últimas informaciones sugieren la aparición a partir de mediados del 2006 de una tendencia gradual a la desaceleración. Asimismo, los datos más recientes muestran por vez primera una recuperación de los precios de la vivienda en Alemania, tras un anterior período de evolución moderada.

Evolución de los indicadores de demanda

La evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro refleja la interacción entre la oferta y la demanda de vivienda¹. Por el lado de la demanda, las últimas señales procedentes de las medidas de ca-

Gráfico B Indicadores de demanda de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual; índice 100 = media)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Estadísticas de préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda disponibles hasta marzo del 2007.

2) Ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y los precios de los inmuebles residenciales.

3) Ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y la renta que éstos necesitarían para adquirir una vivienda con las condiciones de financiación existentes.

1 Un análisis detallado de los indicadores disponibles de demanda y de oferta de vivienda se encuentra en el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

capacidad de pago de la vivienda y de los indicadores financieros sugieren un enfriamiento gradual de la demanda de inmuebles residenciales en el 2006 y en los primeros meses del 2007.

Las medidas de capacidad de pago de la vivienda combinan varios indicadores de renta disponible y de condiciones de financiación. Aunque en comparación con el año 2005, el ritmo de crecimiento de la renta nominal disponible de los hogares se aceleró durante el 2006, se mantuvo claramente por debajo de la tasa de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales. En consecuencia, la capacidad de pago «bruta» —medida como la ratio entre el nivel de renta disponible nominal de los hogares y el nivel de los precios de los inmuebles residenciales— continuó reduciéndose durante el 2006, en consonancia con la tendencia a la baja observada a partir

del 2001 (véase gráfico B). Las medidas de capacidad de pago ajustada por los intereses² también se movieron en la misma dirección durante el pasado año. Esta evolución refleja en gran medida el cambio en las condiciones de financiación ocurrido a finales del 2005, conforme revela el repunte de los tipos de interés —nominales y reales— de los préstamos para adquisición de vivienda durante el 2006 a partir de los niveles mínimos históricos del 2005.

La evolución de los préstamos hipotecarios revela también ciertos indicios de normalización de la demanda de vivienda. Tras haber alcanzado cotas máximas en marzo del 2006 (en torno al 12,1%), la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para la adquisición de vivienda comenzó a disminuir de forma gradual, situándose en marzo del 2007 en niveles próximos al 8,9% (véase gráfico B). Con toda probabilidad, esta caída refleja el aumento de los costes de financiación, además de la ligera desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda. En general, los indicadores disponibles y los resultados de las encuestas sugieren la continuidad del proceso de moderación de la demanda de vivienda en los primeros meses del 2007.

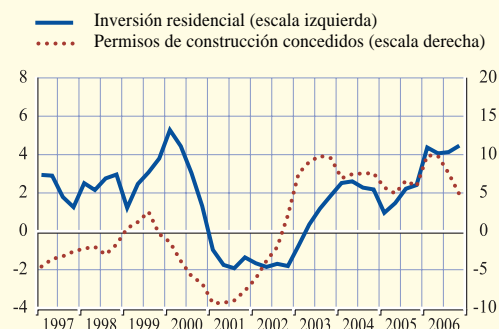
Evolución de la oferta de vivienda

En relación con la oferta de vivienda, los indicadores disponibles dibujan un panorama desigual. Por ejemplo, en comparación con el año 2005, el crecimiento de la inversión residencial en la zona del euro, que podría aproximar el aumento del número total de viviendas, experimentó una notable aceleración en el 2006, de forma que el ritmo de crecimiento interanual del pasado año (4,7%) ha sido el más elevado desde 1994 (véase gráfico C). Sin embargo, en el segundo semestre del 2006 pudieron detectarse ciertos indicios de moderación de los permisos de construcción concedidos. Por desgracia, el panorama de la oferta de vivienda en la zona del euro continúa siendo incompleto, dada la falta de estadísticas puntuales y homogéneas sobre variables tan relevantes como los precios del suelo y las viviendas terminadas.

2 Las medidas de capacidad de pago ajustada por los intereses se calculan como la ratio entre la renta disponible nominal de los hogares y la renta que éstos necesitarían para adquirir una vivienda con las condiciones de financiación existentes. Una información más detallada al respecto se encuentra en el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

Gráfico C Indicadores de oferta de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: En ambos indicadores se representa la media móvil de cuatro trimestres de la tasa de crecimiento intertrimestral.

En general, los últimos datos disponibles parecen estar en consonancia con un enfriamiento del mercado de la vivienda, después de un largo período caracterizado por ritmos de crecimiento de los precios excepcionalmente altos. No obstante, el crecimiento medio de los precios de la vivienda en términos reales, tras ser deflactado por el IAPC, continúa siendo relativamente intenso desde una perspectiva histórica (véase gráfico A), al igual que ocurre con la tasa de crecimiento real del crédito hipotecario. En consecuencia, la evolución del mercado de la vivienda continúa exigiendo una estrecha vigilancia.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Si no se producen nuevos aumentos de los precios del petróleo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC descienda en los próximos meses, para volver a subir hacia finales de año hasta un 2%, siguiendo un patrón temporal fuertemente influido por la volatilidad de los precios de la energía registrada el año pasado. Las perspectivas de inflación están sujetas a varios riesgos alcistas, relacionados con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, superiores a los anunciados y decididos hasta el momento. Además, y lo que es más importantes, una evolución salarial menos moderada de lo previsto podría generar importantes riesgos alcistas para las perspectivas de inflación, sobre todo en vista de la favorable situación de los mercados de trabajo observada en los últimos trimestres. La última encuesta a expertos en previsión económica, realizada por el BCE en abril del 2007, ofrece resultados básicamente similares, en cuanto a las expectativas de los encuestados y a su evaluación de los riesgos para las perspectivas de inflación (véase recuadro 6).

Recuadro 6

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2007

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre del 2007 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 23 de abril de 2007. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y la tasa de desempleo de la zona del euro. Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2007 y 2008

Los participantes en la EPE rebajaron, en promedio, sus expectativas de inflación para el 2007, hasta el 1,9%, desde el 2% de la EPE anterior (véase cuadro)¹. Esta revisión a la baja refleja, en gran medida, la percepción de un menor impacto de lo previsto del aumento del IVA en Alemania, una mayor transmisión de la reducción de los precios de la energía y una evolución más favorable de los precios de los alimentos, debido a unas condiciones meteorológicas particularmente suaves. Las expectativas de inflación de la EPE para el 2007 se sitúan 0,1 puntos porcentuales por encima de las publicadas en abril del 2007 por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro, pero son similares a las proyecciones macroeconómicas de

¹ Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2007	Marzo 2008	2008	Marzo 2009	A largo plazo ²⁾
EPE II 2007	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9
EPE anterior (I 2007)	2,0	-	1,9	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	1,5-2,1	-	1,4-2,6	-	-
Consensus Economics (abril 2007)	1,8	-	1,9	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2007)	1,8	-	1,9	-	1,9
Crecimiento del PIB real	2007	IV 2007	2008	IV 2008	A largo plazo ²⁾
EPE II 2007	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1
EPE anterior (I 2007)	2,1	-	2,1	-	2,1
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	2,1-2,9	-	1,9-2,9	-	-
Consensus Economics (abril 2007)	2,4	-	2,2	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2007)	2,4	-	2,2	-	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2007	Febrero 2008	2008	Febrero 2009	A largo plazo ²⁾
EPE II 2007	7,2	7,0	6,9	6,9	6,7
EPE anterior (I 2007)	7,5	-	7,3	-	6,9
Consensus Economics (abril 2007)	7,3	-	7,1	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2007)	7,3	-	7,0	-	6,9

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo se refieren al 2011 en la EPE y el Barómetro de la Zona del Euro (datos publicados en el Barómetro de la Zona del Euro de enero del 2007) y al período 2013-2017 en Consensus Economics.

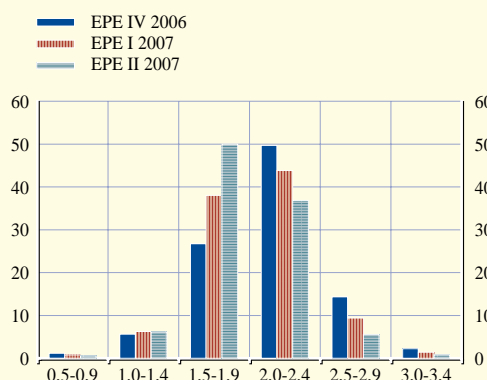
marzo del 2007 de los expertos del BCE. Para el 2008, los participantes en la EPE mantienen, en promedio, las expectativas de inflación en el 1,9%, básicamente en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, y en un nivel similar al de las proyecciones de los expertos del BCE.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a su predicción. Esta distribución facilita información sobre la probabilidad de que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar como calibran, en promedio, los encuestados el riesgo de que el resultado futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo más probable. En línea con la revisión a la baja de la estimación para el 2007, la distribución de probabilidad relativa a la inflación esperada este año se ha desplazado hacia cifras más bajas, en comparación con la EPE del primer trimestre del 2007 (véase gráfico A). También se han producido algunos cambios en la correspondiente distribución de probabilidad prevista para el 2008. En efecto, la mayoría de las respuestas se mantienen dentro del intervalo central comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, pero se observa un marcado incremento dentro del intervalo comprendido entre el 2% y el 2,4%.

Los encuestados consideran que las previsiones de la EPE están sujetas a riesgos alcistas, especialmente en relación con un repunte de los precios del petróleo y con una menor moderación salarial,

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2007 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

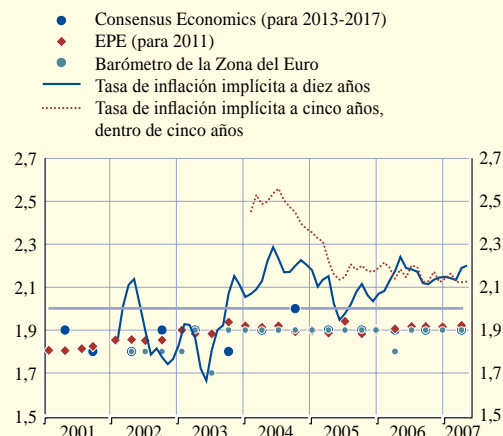
(en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

(tasas medias de variación interanual)



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

en el contexto de un crecimiento económico sostenido. Algunos participantes señalan, asimismo, que la adopción de medidas oficiales relacionadas con los precios podría generar riesgos alcistas para la inflación. Sin embargo, también se mencionan riesgos bajistas derivados de la apreciación del euro.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (a cinco años vista) se mantuvieron sin variación en el 1,9%, el mismo nivel de las últimas veintidós encuestas. Estas expectativas están totalmente en línea con las previsiones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro para el 2011 y con las estimaciones publicadas en abril del 2007 por Consensus Economics para un período de seis a diez años vista. La distribución de probabilidad media para las expectativas de inflación a más largo plazo no experimentó prácticamente cambios en relación con la encuesta anterior. La mayor parte de la distribución de probabilidad agregada descendió, situándose dentro del intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%. La probabilidad de que la inflación se sitúe en un nivel igual o superior al 2% aumentó ligeramente, hasta el 46% (véase gráfico B).

Los resultados de la EPE pueden compararse también con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación². La tasa de inflación implícita a diez años obtenida de los bonos franceses indicados con la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2015 ha experimentado recientemente un ligero aumento, mientras que la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, se ha mantenido relativamente estable (véase gráfico C). No obstante, las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

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

Expectativas de crecimiento del PIB real

En relación con la encuesta precedente, para el 2007 los participantes en la EPE han revisado sensiblemente al alza, en 0,4 puntos porcentuales, sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora en el 2,5%. Esta revisión al alza refleja, fundamentalmente, las mayores expectativas de crecimiento de la demanda interna (especialmente, del consumo privado y de la inversión) y de la demanda exterior. Las expectativas de crecimiento del PIB para el 2008 se revisaron también al alza, en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 2,3%. Para ambos años, los encuestados consideran que existen riesgos más bien bajistas, relacionados sobre todo con los precios del petróleo, la fortaleza del euro y los desequilibrios mundiales. En general, las expectativas de crecimiento para el 2007 y 2008 son ligeramente más optimistas que las que reflejan el Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics de abril del 2007, pero son similares a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE. Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (por ejemplo, para el 2011) permanecen, sin cambios, en el 2,1%. En opinión de los encuestados, las perspectivas de crecimiento a más largo plazo dependen, principalmente, de las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de seguridad social, de los flujos migratorios y del aumento de la productividad.

Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 se revisaron a la baja 0,3 puntos porcentuales, hasta el 7,2% y el 6,9%, respectivamente. Al igual que en la encuesta anterior, los participantes señalan el crecimiento económico y la mejora de la situación en los mercados de trabajo como factores determinantes de la reducción de la tasa de desempleo. Las expectativas de la EPE referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 son inferiores a las últimas previsiones publicadas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Las expectativas respecto a la tasa de desempleo a más largo plazo se revisaron también a la baja 0,2 puntos porcentuales, hasta el 6,7% para el 2011. Se considera que existen riesgos alcistas para estas previsiones. Los encuestados siguen indicando que el descenso de la tasa de paro en un horizonte temporal más dilatado depende, en gran medida, de las reformas de los mercados de trabajo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La última información económica disponible confirma las perspectivas de un crecimiento sólido y generalizado del PIB real de la zona del euro, como reflejo de las favorables condiciones de demanda, tanto internas como externas. La situación del mercado de trabajo continúa mejorando, lo que tenderá a estimular el crecimiento del consumo privado. Los riesgos para estas perspectivas permanecen prácticamente equilibrados a corto plazo y son a la baja en el largo plazo, procedentes en buena medida del sector exterior.

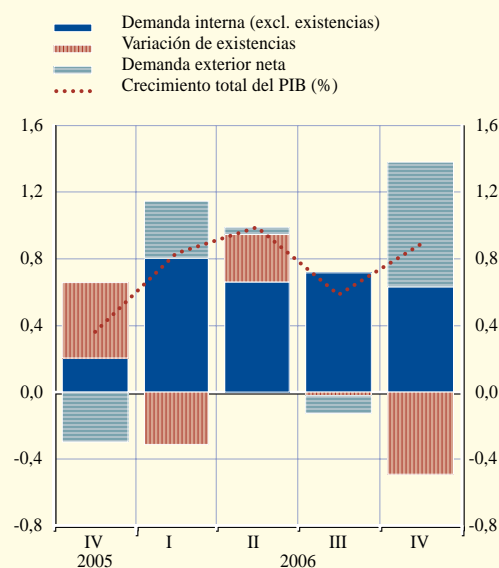
4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Con arreglo a la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,9%, en tasas intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2006, tras una expansión del 0,6% en el tercer trimestre. El crecimiento de la zona del euro viene siendo cada vez más equilibrado entre los distintos componentes del gasto (véase gráfico 22). La aceleración del crecimiento en el cuarto trimestre obedeció principalmente a la evolución de la formación bruta de capital fijo y de la demanda exterior neta. En contraste, la variación de existencias realizó una aportación negativa de 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real, una cifra que, medida en términos absolutos, duplica su promedio histórico. Debido al carácter residual de la variación de existencias en las cuentas nacionales, cualquier interpretación significativa de esta contribución negativa estará sujeta a un considerable grado de incertidumbre. Además, parte de la caída de las existencias puede atribuirse a una corrección «técnica» a la baja introducida en el crecimiento de las existencias en Alemania, con el fin de acomodar una distorsión en la cifra de exportaciones del cuarto trimestre del 2006.

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

En comparación con el tercer trimestre del 2006, el detalle del crecimiento por ramas de actividad reveló un mayor dinamismo de la actividad económica en los servicios, junto con una desaceleración de la industria, durante el cuarto trimestre.

La producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro registró una expansión intermensual del 0,6% en febrero del 2007. Tras un acusado descenso a finales del 2006, el crecimiento de la producción se ha recuperado en los últimos meses, con una aceleración en febrero de su media móvil de tres meses hasta el 1,3%, una cifra próxima a los fuertes ritmos registrados a mediados del pasado año (véase gráfico 23). La evolución favorable del crecimiento de la producción industrial en los últimos meses obedece básicamente a la expansión registrada en la producción de bienes intermedios y de equipo. Los avances en la producción de bienes de consumo han sido más modestos, en parte como reflejo de la evolución observada en Alemania, posiblemente relacionada con los efectos de la subida del IVA

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

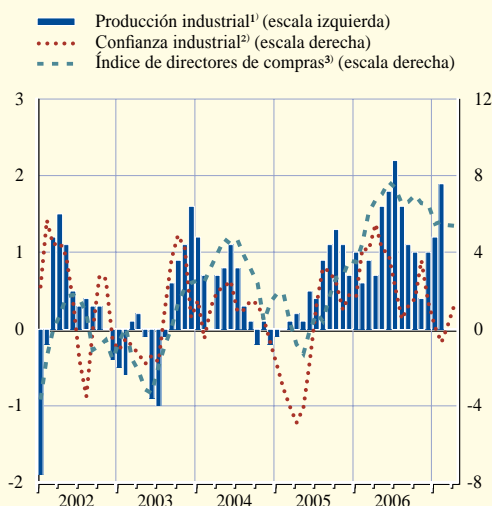
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

a comienzos del 2007. Por su parte, la producción de la construcción mantuvo un sólido crecimiento en febrero, sobre la base de medias móviles de tres meses.

La media móvil de tres meses de los nuevos pedidos industriales creció un 1,8% en febrero y continúa ofreciendo señales positivas en torno a la evolución de la actividad industrial en el primer trimestre del 2007.

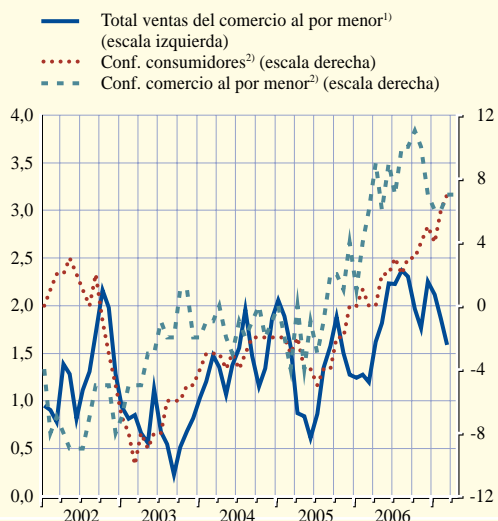
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Las encuestas de opinión en la industria y los servicios ofrecen señales alentadoras sobre la solidez de la actividad económica a comienzos del segundo trimestre del 2007.

Según indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial volvió a aumentar en abril, alcanzando nuevamente un máximo histórico. El aumento de la confianza se debió a una valoración más favorable de las expectativas de producción y de los niveles de la cartera de pedidos, manteniéndose sin cambios la valoración de las existencias de productos terminados. El índice de directores de compras para las manufacturas permaneció estable en abril, lo que continúa alentando las perspectivas de un crecimiento favorable. A diferencia de la encuesta de la Comisión Europea, el indicador de directores de compras ha venido sugiriendo en los últimos meses una posible desaceleración del crecimiento de la producción manufacturera en la zona del euro (véase gráfico 24). En cuanto a los servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea también permaneció constante en abril. Al mismo tiempo, el índice de actividad de la encuesta a los directores de compras del sector servicios se redujo ligeramente durante ese mismo mes. En general, los indicadores más recientes derivados de las encuestas continúan sugiriendo un crecimiento económico generalizado durante el primer semestre del 2007.

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

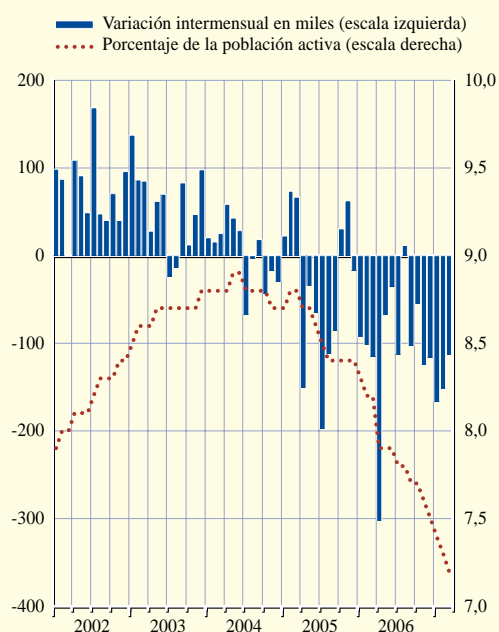
(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; 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.

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El consumo privado creció en la zona del euro a una tasa intertrimestral del 0,4% en el cuarto trimestre del 2006, tras un crecimiento del 0,7% en el tercer trimestre. Las últimas estadísticas disponibles de gasto de los hogares sugieren una moderación adicional del consumo en el primer trimestre del 2007, relacionada con el aumento del IVA en Alemania. Las matriculaciones de automóviles cayeron un 3,5% en el primer trimestre del 2007, lo que indica una contribución negativa de las ventas de automóviles al crecimiento del consumo privado en torno a 0,2 puntos porcentuales. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor en la zona del euro descendió desde el 0,4% en el cuarto trimestre del 2006 hasta el 0% durante el primer trimestre del 2007. Como resultado, la contribución conjunta de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles al crecimiento del consumo privado se situó en -0,2 puntos porcentuales en el primer trimestre del año (véase gráfico 25).

Más allá de esta evolución a corto plazo, las perspectivas sobre el consumo continúan siendo favorables a medio plazo. La confianza de los consumidores de la zona del euro permaneció estable en abril, en cotas máximas desde junio del 2001. Los elevados niveles de confianza actualmente mantenidos por los consumidores guardan una relación muy estrecha con la favorable situación del mercado de trabajo, que siguió mejorando a comienzos del 2007 y debería alentar el consumo privado en el primer semestre del año.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del empleo en la zona del euro ha venido acelerándose gradualmente desde comienzos del 2005, mientras que el desempleo ha mantenido una tendencia a la baja desde el 2004. Tanto las

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cifras de desempleo más recientes como las últimas encuestas sobre expectativas de empleo continúan revelando la favorable situación del mercado de trabajo en el primer semestre del 2007.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro descendió hasta el 7,2% en marzo del 2007, es decir, 0,1 puntos porcentuales menos que en febrero (véase gráfico 26). Cuando se utilizan otras fuentes de información, básicamente la Encuesta de Población Activa de la UE, para prolongar la serie oficial de la tasa de desempleo publicada por Eurostat a períodos previos a 1993 —año en que arranca la serie—, puede apreciarse que la actual tasa de paro es la más reducida desde comienzos de la década de los ochenta. La cifra de desempleados se redujo en alrededor de 430.000 personas durante el primer trimestre del 2007 y en torno a 300.000 personas en el cuarto trimestre del 2006.

EMPLEO

El empleo creció un 0,3% durante el cuarto trimestre del 2006. El detalle del empleo por sectores revela que su ritmo de crecimiento mantuvo el dinamismo en los servicios y en la construcción, pero se redujo ligeramente en la industria, excluida la construcción. Al igual que en trimestres anteriores, el empleo en los servicios financieros y empresariales volvió a registrar el mayor crecimiento dentro del sector servicios (véase cuadro 7).

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo ascendió al 1,8% en el cuarto trimestre del 2006, alcanzando su valor más alto desde el segundo trimestre del 2000. La última información disponible revela asimismo la propagación al sector servicios de la reciente aceleración del ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo. No obstante, resulta aconsejable analizar estos datos con cautela, para no forzar la interpretación de la evolución reciente de la productividad haciéndola depender básicamente de factores estructurales. Las estimaciones convencionales de la productividad total de los factores de la zona del euro, que captan el progreso tecnológico, así como las mejoras en la organización y en la calidad del capital, aún siguen siendo reducidas.

Las expectativas de empleo de la encuesta de la Comisión Europea se redujeron ligeramente en los servicios y en la construcción y permanecieron sin cambios en la industria. Las expectativas de empleo de la encuesta a los directores de compras crecieron en la industria manufacturera y registraron una caída marginal en el sector servicios durante el mes de abril. En general, las expectativas de empleo se

mantienen en niveles altos y parecen estar en consonancia con la sensación de mejora sostenida de la situación del mercado de trabajo en la zona del euro.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos publicados confirman que la expansión de la actividad económica continuó durante el primer trimestre del 2007 y que sigue siendo sólida y de carácter general. A medio plazo, se prevé que los factores internos y externos continúen estimulando la actividad económica. En concreto, la mejora sostenida de los mercados de trabajo y el consiguiente aumento de la renta real disponible deberían estimular el consumo privado. Además, la continuidad del intenso crecimiento de la demanda mundial debería propiciar un sólido avance de las exportaciones. Estas tendencias, junto con el mayor dinamismo de la actividad interna, la solidez de los beneficios empresariales y el saludable estado de la confianza empresarial, también deberían alentar la inversión. En general, los riesgos para estas perspectivas se mantienen prácticamente sin cambios. Por una parte, se cree que los riesgos están básicamente equilibrados en el corto plazo. Por otra parte, se considera que los riesgos a largo plazo son a la baja, derivados principalmente del sector exterior y relacionados con una posible subida de los precios del petróleo, un aumento de las presiones proteccionistas y una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En consonancia con esta valoración, los analistas privados revisaron al alza, en abril del 2007, las expectativas de crecimiento del PIB real de la zona del euro correspondientes a los años 2007 y 2008, como reflejo de una mejora de las perspectivas de demanda, tanto interna como externa (véanse en el recuadro 6 los resultados de la Encuesta a Expertos en Previsión Económica realizada por el BCE).

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se ha fortalecido en términos efectivos en los tres últimos meses, como consecuencia de una apreciación relativamente generalizada frente a la mayoría de las principales monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 8 de mayo de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,2% por encima del nivel de finales de enero y un 3,5% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 27).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

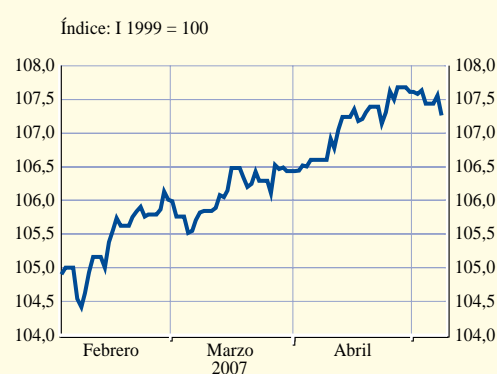
En los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense, registrando un máximo histórico de 1,365 dólares por euro el 25 de abril de 2007. La apreciación del euro parece guardar cierta relación con las diferencias en la evaluación que los participantes en los mercados hacen de las perspectivas cíclicas de las dos áreas económicas. Los datos relativamente sólidos publicados respecto a la zona del euro contrastan con la información más heterogénea sobre Estados Unidos; por ejemplo, en el primer trimestre del año, el crecimiento del PIB estadounidense se ha situado por debajo de las expectativas de los mercados. Estas diferencias cíclicas se han reflejado asimismo en una reducción de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro en los tres últimos meses. Tras señalar expectativas de que el euro se mantendría estable frente al dólar en febrero, la evolución de los precios de los derivados en divisas desde mediados de marzo ha sido coherente con las expectativas cada vez mayores de una nueva apreciación del euro en el corto plazo. El 8 de mayo, el euro cotizaba a 1,36 dólares, es decir, un 4,7% por encima del nivel de finales de enero y un 8% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28).

YEN JAPONÉS/EURO

El euro continuó apreciándose frente al yen japonés en los tres últimos meses, alcanzando un máximo histórico de 163,47 yenes por euro el 3 de mayo de 2007. Esta tendencia alcista sólo se interrumpió temporalmente en el contexto de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros mundiales a finales de febrero y principios de marzo, período en el que el euro se depreció frente a la moneda japonesa. Sin embargo, esas pérdidas se compensaron con creces posteriormente. Los participantes en

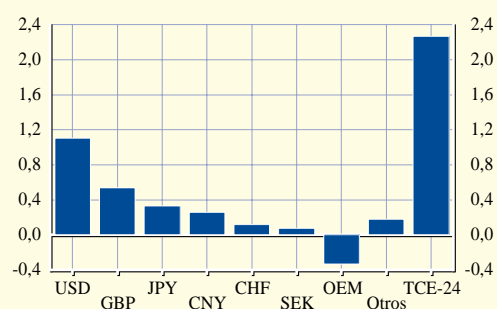
Gráfico 27 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 31 de enero al 8 de mayo de 2007
(en puntos porcentuales)



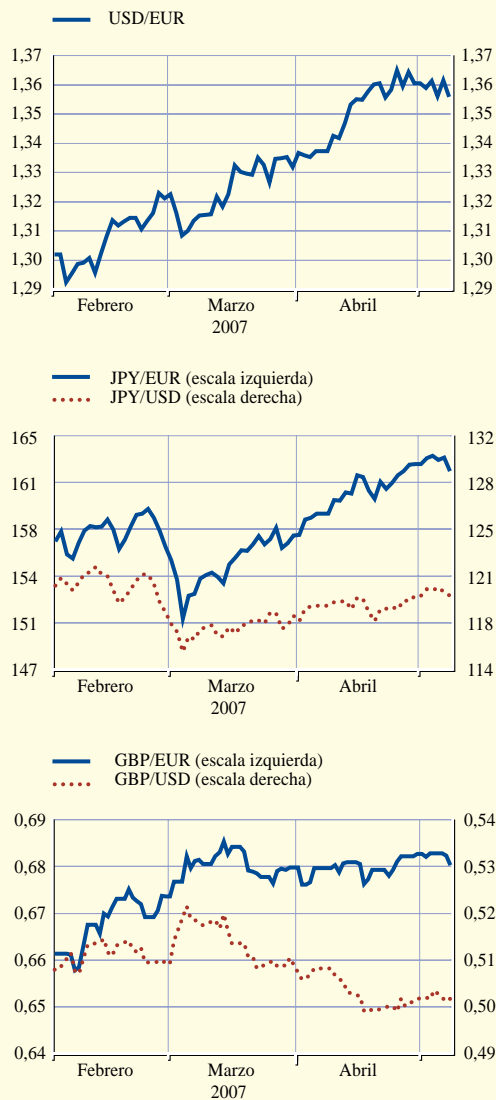
Fuente: BCE.

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.

Gráfico 28 Evolución de los tipos de cambio

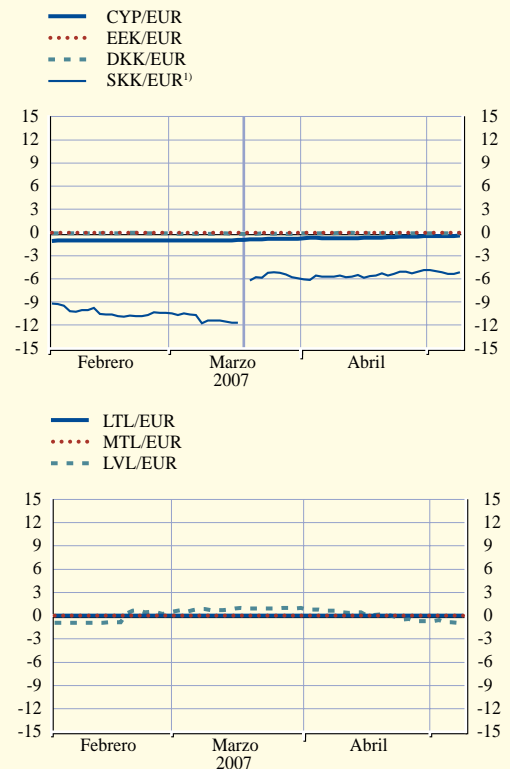
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 29 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 $\pm 15\%$.

1) La línea vertical indica la fecha del 19 de marzo de 2007, cuando se revaluó la paridad central de la corona eslovaca de 38,4550 a 35,4424 coronas por euro.

los mercados atribuyen la apreciación del euro frente al yen japonés principalmente a la favorable actitud de los mercados frente al riesgo, a lo que hay que sumar un entorno de escasa volatilidad, que ha permitido el mantenimiento de elevados volúmenes de *carry trades*, en virtud de los cuales, divisas con tipos de interés reducidos, como el yen japonés, se utilizan con frecuencia como medio de financiación. La evolución de las opciones en divisas apunta a que se mantienen las expectativas de una cierta apreciación de la moneda japonesa frente al euro en el corto plazo. El 8 de mayo, el euro cotizaba a 162,29 yenes, es decir, un 3,2% por encima del nivel registrado a finales de enero y un 11,1% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO

Desde finales de enero, 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 29). La corona eslovaca se apreció un 4,3% desde finales de enero respaldada por la solidez de las variables fundamentales de la economía y, el 8 de mayo, cotizaba un 5,1% por encima de su paridad central. En el mismo período, el lats letón se mantuvo prácticamente estable en un contexto de ciertas fluctuaciones. Tras depreciarse en marzo hacia el extremo inferior de la banda de intervención del 1% establecida unilateralmente por el Latvijas Banka, el lats letón se apreció durante el mes de abril, cotizando el 8 de mayo un 0,9% por encima de su paridad central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de enero y el 8 de mayo de 2007, el euro se apreció un 2,6% frente a la libra esterlina y un 1,5% frente a la corona sueca. Al mismo tiempo, la moneda única se depreció frente al zloty polaco (un 4,5%), frente al forint húngaro (un 4,4%) y frente al leu rumano (un 2,9%).

OTRAS MONEDAS

En los tres últimos meses, el euro ha experimentado un fortalecimiento frente a las monedas de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro, especialmente frente al dólar de Hong Kong (4,8%), el renminbi chino (3,6%), el dólar de Singapur (3,2%) y el won coreano (2,6%). El euro también se apreció un 1,7% frente al franco suizo. Por el contrario, se depreció un 2,6% frente al dólar australiano y un 2,5% frente al dólar canadiense.

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos más recientes sobre la balanza de pagos, correspondientes a febrero del 2007, muestran, en términos de media móvil de tres meses, una desaceleración del crecimiento de las exportaciones y una aceleración del crecimiento de las importaciones. A pesar de esta evolución, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses siguió reduciéndose en febrero del 2007, situándose en torno al 0,1% del PIB. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 202,6 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta febrero del 2007, frente a las salidas netas de 97,7 mm de euros contabilizadas en el año anterior. Este cambio de dirección de los flujos de capital fue consecuencia, principalmente, del aumento de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los datos más recientes de balanza de pagos indican que las exportaciones nominales de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 1,9%, en cifras desestacionalizadas, en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2007, mostrando una acusada desaceleración en relación con la evolución observada en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2006 (véase cuadro 8). Por el contrario, el crecimiento de las importaciones nominales de bienes y servicios repuntó durante el mismo período, hasta una tasa del 2,4% en cifras desestacionalizadas. La evolución, tanto de las exportaciones como de las importaciones, estuvo determinada, principalmente, por el comercio de bienes, que se compensó, en parte, con el crecimiento de las exportaciones y las importaciones nominales de servicios, que evolucionaron en dirección contraria.

La desagregación del comercio de bienes, disponible hasta diciembre del 2006, indica que las exportaciones reales experimentaron una fuerte aceleración, creciendo en torno a un 3,7% en el cuarto trimestre, y represen-

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2007		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Ene	2007 Feb	2006 May	2006 Ago	2006 Nov	2007 Feb	2006 Feb	2007 Feb
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	3,5	-5,3	-4,0	-1,1	2,4	1,6	-13,2	-3,3
Bienes	4,9	2,6	1,2	0,6	5,7	4,3	33,9	35,6
Exportaciones	120,2	123,7	112,7	114,7	121,0	122,9	1.250,8	1.413,8
Importaciones	115,2	121,0	111,5	114,0	115,3	118,6	1.216,9	1.378,2
Servicios	3,0	3,8	3,1	2,9	2,6	3,5	35,8	36,5
Exportaciones	36,8	37,8	35,3	35,8	36,1	37,2	408,8	433,1
Importaciones	33,8	34,0	32,2	32,9	33,5	33,7	373,0	396,6
Rentas	-0,1	-5,1	-1,8	1,1	1,0	-1,2	-15,8	-2,8
Transferencias corrientes	-4,3	-6,6	-6,5	-5,7	-7,0	-4,9	-67,1	-72,6
Cuenta financiera¹⁾	42,1	-7,2	28,2	4,4	13,1	1,9	18,9	142,9
Total inversiones directas y de cartera netas	23,2	16,0	19,8	6,2	27,1	14,4	-97,7	202,6
Inversiones directas netas	-12,3	-12,6	-1,9	-10,7	-18,7	-17,9	-220,4	-147,7
Inversiones de cartera netas	35,4	28,6	21,8	16,9	45,8	32,3	122,7	350,3
Acciones y participaciones	34,3	17,3	2,6	25,0	17,1	26,0	146,1	211,8
Valores distintos de acciones	1,2	11,2	19,2	-8,1	28,7	6,3	-23,4	138,4
Bonos y obligaciones	-7,6	10,3	24,8	1,9	25,4	17,0	-42,1	207,4
Instrumentos del mercado monetario	8,8	0,9	-5,6	-10,0	3,3	-10,7	18,7	-69,0
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-3,0	2,9	1,8	1,6	4,4	1,9	10,3	11,3
Importaciones	-2,5	4,0	1,6	2,2	1,3	2,4	15,4	11,6
Bienes								
Exportaciones	-3,7	2,9	2,4	1,8	5,5	1,5	10,3	13,0
Importaciones	-3,6	5,0	2,1	2,3	1,1	2,9	16,8	13,3
Servicios								
Exportaciones	-0,7	2,7	-0,4	1,2	0,9	3,1	10,4	6,0
Importaciones	1,4	0,6	-0,1	2,0	1,8	0,7	10,9	6,4

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.

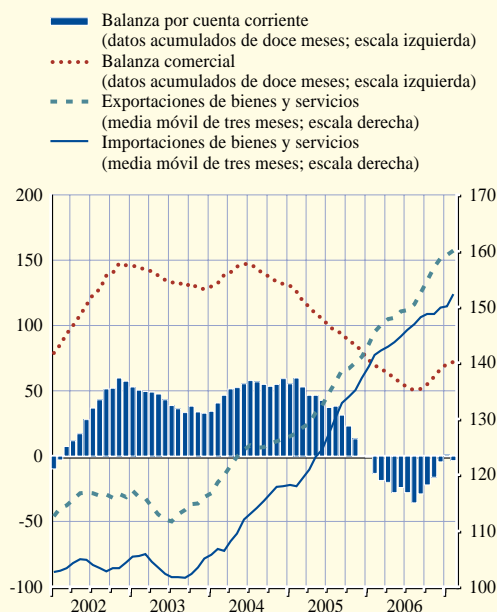
taron el grueso del crecimiento de las exportaciones nominales de bienes durante ese trimestre. Las importaciones reales de bienes solo crecieron moderadamente, un 1,8%. Los precios de importación se redujeron un 1,5%, principalmente como consecuencia de la notable caída de los precios del petróleo durante el mismo período¹. Dado que el cuarto trimestre del 2006 se caracterizó por un crecimiento particularmente vigoroso de las exportaciones y por el hecho de que, en términos reales, las importaciones fueron mucho menos dinámicas que las exportaciones, la desaceleración de las exportaciones y el repunte de las importaciones, observados últimamente, pueden interpretarse, en parte, como una contrarreacción a la evolución excepcional registrada anteriormente. No obstante, los datos mensuales correspondientes a febrero del 2007 sugieren que a las exportaciones todavía les está beneficiando la sólida situación de la demanda exterior. El crecimiento de las importaciones repuntó en ese mismo mes, probablemente compensando, en parte, la anterior caída, que pudo tener relación con el descenso de la acumulación de existencias en la zona del euro.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente, acumulada de doce meses y ajustada por los días hábiles, hasta febrero del 2007, registró un déficit de 3,3 mm de euros (alrededor del 0,1% del PIB); los déficit contabilizados en las balanzas de rentas y transferencias corrientes compensaron los superávits de las ba-

1 Estas cifras corresponden al comercio con países no pertenecientes a la zona del euro; Eslovenia se incluye dentro de la zona.

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

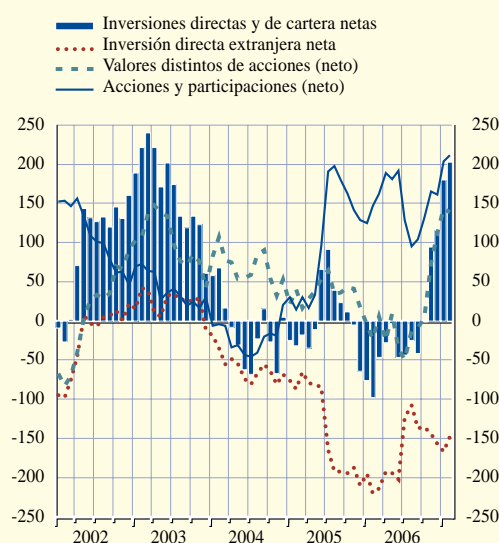
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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.

lanzas de bienes y servicios (véase gráfico 30). El descenso del déficit por cuenta corriente con respecto a los 13,2 mm de euros (casi el 0,2% del PIB) registrados un año antes es atribuible, principalmente, a una disminución del déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, al incremento del superávit de la balanza de bienes. Tras frenar su caída en torno a mediados del 2006, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes ha aumentado gradualmente. La caída de los precios del crudo —unida al vigoroso crecimiento de las exportaciones de bienes y a la moderación de las importaciones— contribuyó a esta mejora, especialmente en el cuarto trimestre del 2006.

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro correspondiente al conjunto del año 2006 muestra un incremento del déficit (de 1,9 mm de euros en el 2005 a 6,1 mm de euros en el 2006), atribuible, principalmente, a un aumento del déficit de la balanza de bienes frente al grupo de «otros países»², en particular los países exportadores de petróleo (de 109,5 mm de euros en el 2005 a 138,5 mm de euros en el 2006). Este aumento se contrarrestó, en parte, con la evolución de la balanza de rentas, que pasó de un déficit a un superávit, básicamente como resultado de la reducción del déficit frente a Estados Unidos (de 13,0 mm de euros en el 2005 a 3,1 mm de euros en el 2006).

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta febrero del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas por importe de 14,4 mm de euros, como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera (32,2 mm de euros), que compensaron con creces las salidas netas de inversiones directas (17,9 mm de euros). Las inversiones de cartera contabilizaron grandes entradas netas de acciones y participaciones, así como de bonos y obligaciones, al tiempo que se registraron salidas netas de instrumentos del mercado monetario (véase cuadro 8).

2 Todos los países, excluidos los Estados miembros de la UE, Canadá, Japón, Suiza y Estados Unidos.

En los doce meses transcurridos hasta febrero del 2007, las entradas netas acumuladas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 202,6 mm de euros, frente a las salidas netas de 97,7 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio de signo de los flujos netos de capital tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las compras netas de valores de cartera de la zona del euro por parte de no residentes, así como en un descenso de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 31), en un entorno de favorables perspectivas económicas para la zona del euro.

Por lo que respecta a las inversiones directas en el 2006, las salidas netas registraron una caída (de 210,0 mm de euros en el 2005 a 156,7 mm de euros en el 2006), como resultado, principalmente, del descenso de las salidas netas de inversiones hacia el Reino Unido, atribuible, a su vez, a un efecto de base negativo, relacionado con la reestructuración de Royal Dutch Shell en el 2005, y al cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, de los flujos de inversiones frente a Japón. El Reino Unido y los centros financieros extraterritoriales siguieron siendo los principales receptores de inversiones directas de la zona del euro, contabilizando alrededor del 40% de las inversiones totales de la zona del euro en el exterior. En comparación con el 2005, la zona del euro registró un incremento de las salidas netas de inversiones directas tanto hacia Estados Unidos como hacia otros países de la UE.

ARTÍCULOS

INFLACIÓN OBSERVADA E INFLACIÓN PERCIBIDA EN LA ZONA DEL EURO



El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro es una medida cuantitativa de las variaciones de precios, de carácter objetivo, que presenta una sólida base metodológica. El IAPC y los resultados de la encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la inflación percibida por los consumidores son de distinta índole, por lo que no es posible compararlos directamente. Con todo, es llamativo que, tras experimentar un notable aumento en el 2002 a raíz de la introducción de los billetes y monedas en euros, una medida estadística sintética tan utilizada como el indicador de inflación percibida de esta encuesta se mantenga todavía por encima del nivel registrado en el 2001, mientras que la inflación medida por el IAPC ha permanecido prácticamente sin cambios durante todo ese período.

Las percepciones son la expresión cualitativa de una compleja valoración individual de una determinada cuestión. En la percepción de la inflación pueden influir numerosos factores económicos y psicológicos, que pueden no estar todos directamente relacionados con la variación media de los precios de consumo. Concretamente, parece que el cambio de moneda ha tenido un efecto duradero sobre la percepción de la inflación por parte de los consumidores. La evolución divergente de la inflación percibida y del IAPC no debe interpretarse como señal de imprecisión en las estadísticas de precios de consumo. No obstante, la existencia de prolongadas diferencias en la evolución de estas dos variables requiere un atento examen, dado que las percepciones de los consumidores pueden influir en las expectativas de inflación y en otras variables macroeconómicas. Tras aumentar considerablemente a raíz de la implantación de la nueva moneda, la inflación percibida empezó a disminuir gradualmente a partir del 2003, y su proceso de convergencia hacia la inflación observada debería proseguir.

I INTRODUCCIÓN

El BCE define la estabilidad de precios en la zona del euro en términos del IAPC, una estadística armonizada y de alta calidad, diseñada de acuerdo con las normas internacionales¹. Tras el cambio de moneda llevado a cabo en el 2002, no se produjo un incremento significativo de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. Por el contrario, las medidas estadísticas sintéticas de inflación percibida obtenidas de las encuestas de opinión realizadas en la zona del euro mostraron un fuerte aumento en el 2002, con la introducción de los billetes y monedas en euros. En particular, la encuesta de opinión de la Comisión Europea puso de relieve un acusado incremento de la inflación percibida, tras la implantación de la nueva moneda. Aunque los niveles reflejados en la encuesta de la Comisión disminuyeron posteriormente en el 2003 y 2004, siguen siendo altos.

Este artículo tiene por objeto analizar las posibles razones de la evolución divergente de los indicadores de inflación observada y de inflación percibida en la zona del euro, centrándose en sus respectivas características y propiedades. En la sección 2 se examina la evolución más reciente del IAPC y de la inflación percibida en el conjunto

de la zona del euro y en cada uno de los países miembros de la zona. La sección 3 destaca la naturaleza cualitativa y subjetiva de las percepciones de los consumidores respecto a la inflación y estudia el posible impacto de la introducción de los billetes y monedas en euros. En la sección 4 se describen las principales características del IAPC y se explica por qué este índice se diferencia de una medida agregada de las percepciones individuales acerca de la inflación. En la sección 5 se extraen algunas conclusiones.

2 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN OBSERVADA Y DE LA INFLACIÓN PERCIBIDA

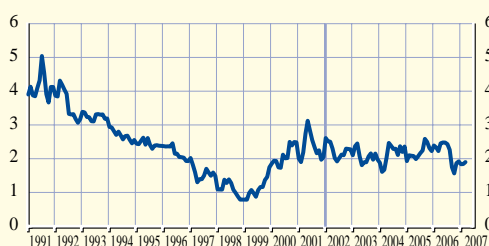
Los resultados de la encuesta de la Comisión Europea sobre las percepciones de los consumidores de la zona del euro respecto a la inflación se sintetizan en una estadística de saldos, en la que se ponderan los porcentajes de las distintas categorías de respuestas (véase recuadro 1). Dado que este indicador y la inflación medida por el IAPC son de distinta

¹ Véase el artículo titulado «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», en el Boletín Mensual de julio del 2005.

Gráfico 1 Inflación medida por el IAPC e inflación percibida en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

Inflación medida por el IAPC



(saldos en porcentaje; datos desestacionalizados)

Inflación percibida



Fuentes: Eurostat y encuesta de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Las estimaciones del IAPC correspondientes al período 1991-1995 no son totalmente comparables con los datos del IAPC posteriores a 1996.

índole, no puede efectuarse una comparación directa entre ambas medidas. Sin embargo, se compara frecuentemente la evolución de las dos variables a

lo largo del tiempo (véase gráfico 1). Entre el año 1991 y finales del 2001, la evolución de la estadística de saldos se ha mantenido, en general, en línea con la de la inflación medida por el IAPC. En efecto, las dos medidas disminuyeron entre los años 1991 y 1999 y aumentaron entre el año 1999 y finales del 2001. Sin embargo, desde enero del 2002, la inflación percibida ha seguido subiendo de forma significativa, alcanzando su nivel máximo en enero del 2003. En el transcurso del 2003 y 2004, este indicador fue descendiendo gradualmente, aunque desde finales del 2004 se ha estabilizado en torno a un nivel ligeramente más alto que el registrado en el 2001². Al mismo tiempo, entre diciembre del 2001 y marzo del 2007 la inflación medida por el IAPC ha ido fluctuando dentro de un estrecho intervalo, situándose, como promedio, en el 2,1%³.

La evolución de la inflación percibida en la zona del euro oculta cierta diversidad entre los países. En todos los países de la zona, la inflación percibida ha aumentado con la introducción de los billetes y monedas en euros en enero del 2002, dis-

- 2 Véase el recuadro titulado «Percepciones de los consumidores acerca de la inflación: ¿Todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?», en el Boletín Mensual de abril del 2005.
- 3 La tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,2% entre diciembre del 2001 y enero del 2003, y en el 2% entre enero del año 1999 y marzo del 2007.

Cuadro Inflación medida por el IAPC e inflación percibida en los distintos países de la zona del euro

	Inflación medida por el IAPC			Percepciones de las variaciones de precios en los doce últimos meses		
	Tasas medias de variación interanual			Saldos en porcentaje; datos desestacionalizados		
	1999 -2001	2002 -2004	2005 -2006	1999 -2001	2002 -2004	2005 -2006
Bélgica	2,1	1,6	2,4	29	44	53
Alemania	1,3	1,4	1,9	23	48	27
Irlanda	3,9	3,7	2,4	40	53	38
Grecia	2,9	3,5	3,4	18	57	66
España	2,8	3,2	3,5	20	52	52
Francia	1,4	2,1	1,9	5	45	47
Italia	2,2	2,6	2,2	25	52	37
Luxemburgo	2,4	2,6	3,4	-	38	41
Países Bajos	3,2	2,5	1,6	28	61	25
Austria	1,6	1,6	1,9	-1	36	35
Portugal	3,1	3,1	2,6	29	46	42
Finlandia	2,3	1,2	1,0	-11	-5	-4

Fuentes: Eurostat y encuesta de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Para Luxemburgo, sólo se dispone de datos de inflación percibida a partir de enero del 2002.

minuyendo, posteriormente, de forma gradual en varios países, especialmente en Alemania, Irlanda, Italia y los Países Bajos. No obstante, en la mayor parte de los países de la zona del euro, la proporción de consumidores que tenían la impresión de que la inflación había sido alta seguía siendo mayor en el período 2005-2006 que en el período 1999-2001 (véase cuadro).

Recuadro I

ENCUESTA DE OPINIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LA INFLACIÓN PERCIBIDA POR LOS CONSUMIDORES

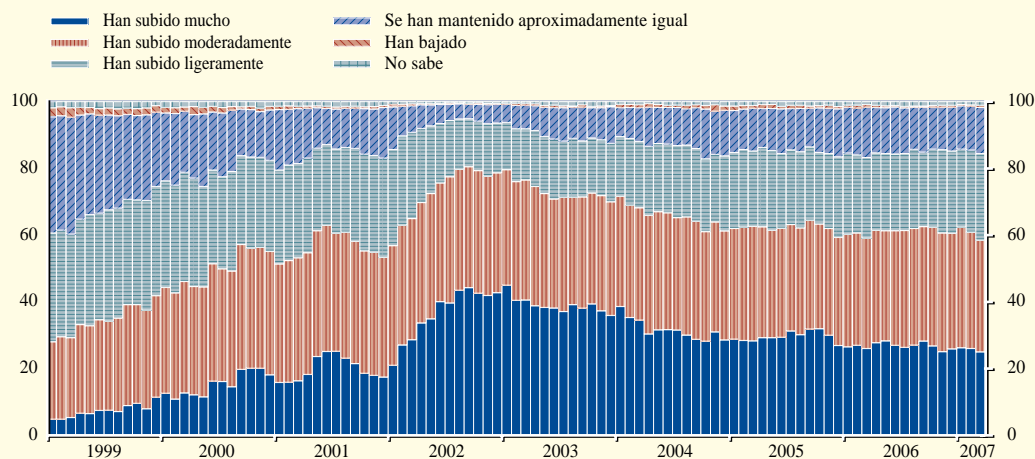
La Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) realiza una encuesta entre los consumidores, en la que recoge sus opiniones sobre la inflación. Dado que el indicador procedente de esta encuesta y el IAPC son de distinta índole, no es posible efectuar una comparación directa entre las dos medidas. Para poder interpretar la evolución del indicador de la Comisión Europea, es importante comprender mejor la metodología utilizada para calcularlo. En este recuadro se describe la encuesta y se analiza la evolución de las distintas categorías de respuestas.

La encuesta de opinión de la Comisión Europea se realiza mensualmente, mediante un cuestionario armonizado, entre unos 23.000 consumidores de la zona del euro, elegidos de forma aleatoria. Las preguntas se formulan, principalmente, por teléfono. Entre otras preguntas cualitativas sobre cómo perciben su situación financiera o la situación económica general, los encuestados han de contestar a la pregunta siguiente: «¿Cómo considera que han evolucionado los precios de consumo en los doce últimos meses?». Las posibles respuestas son: (1) «han subido mucho», (2) «han subido moderadamente», (3) «han subido ligeramente», (4) «se han mantenido aproximadamente igual», (5) «han bajado» y (6) «no sabe».

Se calcula una medida agregada de las opiniones de los consumidores, la «estadística de saldos», como la diferencia entre la proporción de encuestados que responden que los precios de consumo «han subido mucho» o «han subido moderadamente» y la proporción de los que contestan que «han bajado» o «se han mantenido aproximadamente igual». Para diferenciar las categorías de respuestas

Percepciones de las variaciones de precios en los doce últimos meses en la zona del euro: Evolución de las categorías de respuestas

(en porcentaje; datos sin desestacionalizar)



Fuente: Encuesta de opinión de la Comisión Europea.

más «moderadas» de las más «extremas», la Comisión Europea atribuye la mitad de la ponderación de las respuestas extremas (1) y (5) a las respuestas (2) y (4). La respuesta intermedia (3) y la respuesta «no sabe» (6) no se tienen en cuenta explícitamente.

Así pues, se calcula la estadística de saldos como $P_{[1]} + (0,5 P_{[2]}) - (0,5 P_{[4]}) - P_{[5]}$, donde $P_{[i]}$ es el porcentaje de encuestados que contestan (i), etc. La estadística de saldos presenta valores comprendidos entre -100 y +100.

El aumento de la estadística de saldos registrado entre el 2002 y comienzos del 2003 fue debido, en gran medida, a que la proporción de consumidores que contestaron que los precios habían «subido mucho» (véase gráfico) se elevó desde una media del 14% en el período 1999-2001 hasta una media del 38% en el período 2002-2003. Desde la introducción de los billetes y monedas en euros, esta media se ha mantenido en el 32%. El cambio en esta categoría de respuestas se produjo, principalmente, a expensas de la proporción de respuestas «han subido ligeramente» y «se han mantenido aproximadamente igual». La distribución de las respuestas entre las distintas categorías ha permanecido casi estable desde principios del 2005.

En general, las encuestas de opiniones cualitativas están sujetas a varias dificultades metodológicas. En primer lugar, las categorías de respuestas utilizadas pueden ser entendidas de distinta manera por los encuestados y su interpretación puede variar a lo largo del tiempo. En segundo lugar, pese a que comportan inevitablemente cierto grado de arbitrariedad, las ponderaciones aplicadas determinan la evolución de la estadística de saldos. Por ejemplo, no está claro si ha de atribuirse a las respuestas «han subido mucho» exactamente el doble de la ponderación asignada a las respuestas «han subido moderadamente». Por otro lado, aunque los consumidores que opinan que los precios han «subido ligeramente» representan el tercer grupo más importante de respuestas (como promedio, el 24% en el período transcurrido desde enero del año 1999), no se toman en consideración explícitamente para la compilación de los saldos.

3 COMPRENSIÓN DE LAS PERCEPCIONES DE LOS CONSUMIDORES RESPECTO A LA INFLACIÓN

Además de las mencionadas características metodológicas de la medida agregada de las opiniones de los consumidores recogidas en la encuesta de la Comisión Europea, varios factores pueden influir en la formación de las percepciones individuales de los consumidores respecto a la inflación, determinando así sus respuestas a la encuesta y la posible interpretación de las mismas.

ASPECTO CUALITATIVO DE LA INFLACIÓN PERCIBIDA

En el cuestionario de la Comisión Europea, se pide a los consumidores que clasifiquen su percepción de la inflación en seis categorías de respuestas cualitativas (véase recuadro 1). La estadística de saldos resultante no proporciona una indicación de la

magnitud de la tasa de inflación percibida⁴. Aunque los encuestados pueden asociar implícitamente cada categoría cualitativa a un determinado intervalo numérico de valores, estos valores pueden variar entre los distintos encuestados y, posiblemente, a lo largo del tiempo. No se puede descartar que un porcentaje de consumidores que contestan que los precios han «subido mucho» pueden hacerlo como resultado de una mayor sensibilidad a la inflación. Por ejemplo, si bien en varios países la inflación es hoy en día mucho más reducida que a comienzos

4 Se han desarrollado varias técnicas para «traducir» estimaciones cualitativas de la percepción de la inflación en valores cuantitativos. Sin embargo, todos los enfoques deben basarse en supuestos técnicos específicos y sus resultados se ven considerablemente influidos por el método elegido. Para un resumen detallado y un análisis crítico de cada una de las técnicas, véase, por ejemplo, D'Elia, E. (2005), «Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis», Working Paper n.º 56, Instituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), septiembre.

Gráfico 2a Percepción de los consumidores de la zona del euro respecto a la inflación y a su propia situación financiera

(saldos en porcentaje; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuesta de opinión de la Comisión Europea.

Gráfico 2b Percepción de los consumidores de la zona del euro respecto a la inflación y a la situación económica general

(saldos en porcentaje; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuesta de opinión de la Comisión Europea.

de los años noventa, un mayor conocimiento de la política monetaria de la zona del euro puede haber situado la referencia cuantitativa implícita de los consumidores más en línea con la definición de estabilidad de precios del BCE. También puede ser que una mayor sensibilidad a la inflación, derivada del debate público sobre este tema suscitado desde el cambio de moneda, haya influido, y siga influyendo, en las percepciones acerca de la evolución de los precios. Por otra parte, la publicación periódica de indicadores de inflación percibida puede haber reforzado estas percepciones. Finalmente, los consumidores pueden haber tomado intensa conciencia de las variaciones de precios después de la introducción de la nueva moneda, debido a la necesidad de interpretar los nuevos precios, convirtiéndolos a su antigua moneda nacional y comparándolos con los precios anteriores. En consecuencia, cabe interpretar con cautela el nivel y la evolución de los indicadores cualitativos, debido a la incertidumbre existente en torno a la comparabilidad de los resultados de la encuesta a lo largo del tiempo.

REFLEJO DE UNA EVALUACIÓN SUBJETIVA

Las percepciones recogidas en las encuestas de opinión son la expresión de una compleja valoración individual de una determinada cuestión. No se sabe con certeza qué son verdaderamente las percepciones y cómo se forman. En psicología y

en las ciencias cognitivas, la percepción se define como «el proceso de adquisición, interpretación, selección y organización de la información sensorial»⁵. En el proceso de formación de su percepción de la inflación, los consumidores pueden no utilizar la información relativa a los precios de forma aislada, sino que pueden procesarla en relación con otros elementos de su situación personal. La encuesta de la Comisión Europea no sitúa las respuestas de los consumidores «en un marco de referencia», indicando, por ejemplo, las variaciones más recientes de los precios de consumo. En consecuencia, los resultados de la encuesta podrían verse influidos por la evolución de otras variables relacionadas con la situación económica de los consumidores, como cambios en su renta disponible o en su poder adquisitivo.

De una forma más general, aunque en la encuesta los consumidores han de indicar su percepción de las variaciones de precios, sus respuestas pueden depender también de la impresión que tienen de su situación financiera o de la situación económica general. En efecto, tal y como se desprende de los datos de la encuesta, el aumento de la inflación percibida por los consumidores en el 2002 parece

5 «Communication and perception: which world do statistics live in?», Federal Statistical Office of Germany, United Nations Economic Commission for Europe work session on statistical dissemination and communication, 12-14 septiembre 2006 (www.unece.org/stats/documents/ece/ces/ge.45/2006/wp.14.e.pdf).

haber coincidido con una percepción más negativa de su situación financiera (véase gráfico 2a) y de la situación económica general (véase gráfico 2b). Esta impresión más pesimista podría considerarse como la expresión de un alto grado de incertidumbre relacionado con la desaceleración económica y el pinchazo de la burbuja bursátil observados en el 2000, así como con la situación geopolítica generada por los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001. Al mismo tiempo, parece haber disminuido el pesimismo a partir de mediados del 2005, especialmente en lo que respecta a la percepción de la situación económica, mientras que el indicador de la inflación percibida por los consumidores no se ha reducido.

IMPACTO DEL CAMBIO DE MONEDA

Es probable que la introducción de los billetes y monedas en euros haya contribuido a suscitar en los consumidores la percepción de que los precios subieron más a partir del 2002. Esta percepción estuvo probablemente relacionada con subidas reales de los precios de algunos productos, como los alimentos y la gasolina, y de ciertos servicios, como los de hostelería. Estos incrementos pueden haberse debido, en algunos casos, a las prácticas de empresas y minoristas que aprovecharon la introducción de los billetes y monedas en euros para elevar sus márgenes. Además, como los minoristas sabían que debían indicar los precios en euros a partir de enero del 2002, pudieron haber retrasado algunos aumentos de precios que, de otro modo, hubieran realizado antes⁶. No obstante, para una serie de productos, las presiones al alza fueron generadas por factores no relacionados con el cambio de moneda, como la fuerte subida de los precios del petróleo (cerca de un 35% en euros entre diciembre del 2001 y abril del 2002) y la pérdida de cosechas debido al frío invierno que azotó la mayor parte de los países europeos. Estos mismos factores generaron también presiones al alza en países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como el Reino Unido, en la época de la implantación de la nueva moneda. El efecto general de los aumentos de precios inducidos por la introducción de los billetes y monedas en euros sobre la inflación medida por el

IAPC de la zona del euro fue limitado. Según estimaciones de Eurostat, la contribución del cambio de moneda a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro en el 2002 se situó en un intervalo comprendido entre 0,12 y 0,29 puntos porcentuales.

Sin embargo, la introducción de la nueva moneda parece haber tenido un impacto significativo sobre las percepciones de los consumidores, tal y como se desprende de la última encuesta de opinión sobre asuntos relacionados con el euro publicada por la Comisión Europea en noviembre del 2006⁷. Una gran mayoría de encuestados (93%) opinó que la introducción del euro hizo subir más los precios, lo que sugiere que el público magnificó probablemente el impacto del cambio de moneda sobre los precios de consumo, por varias razones.

En primer lugar, los resultados de la encuesta pueden reflejar el hecho de que las subidas que se produjeron efectivamente se concentraron en los bienes y servicios de consumo más frecuente, como los alimentos, la gasolina, el café y las peluquerías. Es menos probable que los bienes de consumo duradero, como los automóviles y los ordenadores, y otros bienes y servicios de consumo menos frecuente hayan tenido un impacto significativo sobre las percepciones de los consumidores, salvo que estas personas hayan adquirido recientemente alguno de estos bienes y servicios. Dado que se atribuye la misma ponderación a todos los encuestados, ello puede haber llevado a que estos bienes y servicios tengan un menor peso en la medida agregada de las percepciones de los consumidores, pese a que representan cada año un importante porcentaje del gasto agregado efectivo de los hogares.

En segundo lugar, distintos métodos de pago pueden haber tenido también diferentes implicaciones

6 Véase, por ejemplo, Hobijn, B., F. Ravenna y A. Tambalotti (2006), «Menu costs at work: restaurant prices and the introduction of the euro», en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121(3), MIT Press, agosto, pp. 1103-1131.

7 El Eurobarómetro Flash es una encuesta realizada por Gallup para la Comisión Europea. Véase «The eurozone, 5 years after the introduction of euro coins and banknotes», Flash Eurobarometer 193, Comisión Europea, noviembre 2006.

para las percepciones de la inflación. Por ejemplo, los bienes y servicios que se abonan normalmente en efectivo (como una taza de café o un corte de pelo) pueden tener un mayor peso implícito en las percepciones que los bienes y servicios que se suelen pagar por domiciliación bancaria (como el alquiler, la electricidad y el teléfono). Este punto se ilustra con más detalle en la sección 4 y en el gráfico 3.

En tercer lugar, también pueden haber influido otros factores psicológicos. Por ejemplo, se ha argumentado que los consumidores pueden tener un recuerdo más vívido del incremento de los precios que de su reducción⁸. Dado que el número de variaciones de precios observadas en la época de la introducción de la nueva moneda fue excepcionalmente alto⁹, los consumidores pueden haber sido más sensibles a los aumentos de precios que a las reducciones que se produjeron al mismo tiempo. Las variaciones extremas, pero no representativas, de los precios de determinados productos pueden haber sido particularmente llamativas para los consumidores y los medios de comunicación y pueden, por tanto, haber influido notablemente en la formación de la media de las percepciones de inflación. Además, existe evidencia de que el número de variaciones de precios de un mismo producto se elevó de forma significativa tras el cambio de moneda¹⁰, y es probable que esta mayor diversidad de los precios y la ausencia temporal de precios «atractivos» en euros (precios convenientes o precios umbral) hayan generado cierta incertidumbre entre los consumidores.

Por otro lado, muchos ciudadanos de la zona del euro siguen calculando los precios en su antigua moneda nacional, especialmente para las grandes compras. Según el Eurobarómetro Flash de noviembre del 2006, los consumidores de la zona utilizan cada vez más el euro como referencia mental para evaluar los precios de las pequeñas compras. En efecto, en el 2006 sólo el 22% contestó que calculaba más a menudo los precios en su antigua moneda nacional, frente al 30% en el 2003. Sin embargo, en el caso de las compras más importantes la adaptación parece ser más lenta, ya que en el 2006 el 40% de los consumidores de la

zona todavía comparaba más frecuentemente los precios en su antigua moneda nacional, frente al 54% en el 2003. En consecuencia, en vez de comparar el nivel de precios del año en curso con el del año anterior, los consumidores podrían estar utilizando implícitamente como base de comparación los precios en su antigua moneda nacional anteriores al cambio de moneda (precios «congelados en el tiempo»). Ello resultaría en una comparación cada vez más desfavorable de las percepciones con la evolución interanual de los precios de consumo, dado que equivaldría a la incorporación de varios años de inflación en las respuestas de los encuestados (desde enero del 2002 hasta marzo del 2007, la inflación medida por el IAPC general se situó en torno al 11%). En algunos casos, este problema se ha visto acentuado por distorsiones en la memoria de los consumidores, que recuerdan precios anteriores a la introducción de la nueva moneda muy alejados de la realidad¹¹.

Por último, los experimentos psicológicos han mostrado la importancia de las expectativas a priori¹². Si los consumidores ya estaban convencidos antes del cambio de moneda de que los precios subirían de forma generalizada, era más probable que tuvieran también esta impresión después, incluso si, de hecho, sólo se hubieran producido pocos aumentos de precios. Este efecto puede haberse visto reforzado por la extensa cobertura informativa dedicada a este tema

8 Véase, por ejemplo, Brachinger, H. W., «Euro or "Teuro"?: the euro-induced perceived inflation in Germany», Working Paper n.º 5, Department of Quantitative Economics, University of Freiburg/Fribourg Switzerland.

9 Véase Dhyne, E., L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler y J. Vilmunen (2005), «Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data», Working Paper n.º 524, BCE, septiembre.

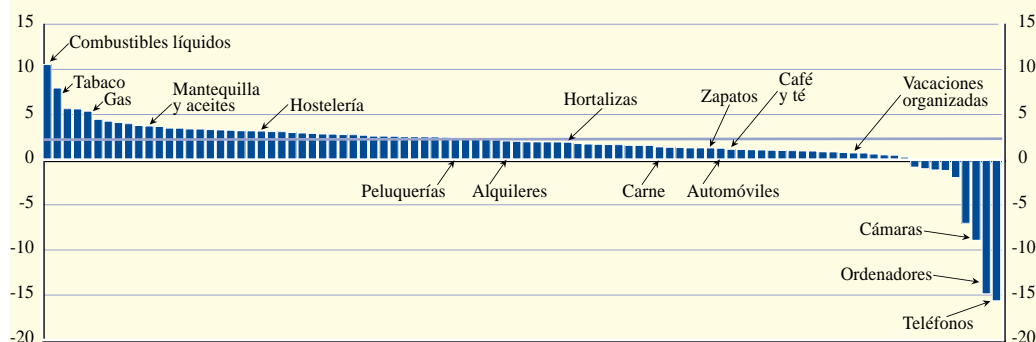
10 Véase, por ejemplo, Hoffmann J. y J.-R. Kurz-Kim (2006), «Consumer price adjustment under the microscope: Germany in a period of low inflation», Working Paper n.º 652, BCE, julio.

11 Véase Cestari, V., P. Del Giovane y C. Rossi-Arnaud (2007), «Memory for prices and the euro cash changeover: an analysis for cinema prices in Italy», Temi di discussione del Servizio Studi n.º 619, Banca d'Italia, febrero.

12 Véase Traut-Mattausch, E., S. Schulz-Hardt, T. Greitemeyer y D. Frey (2004), «Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increases due to the introduction of the euro», en *European Journal of Social Psychology*, vol. 34, n.º 6, pp. 739-760.

Gráfico 3 Variaciones medias anuales de los precios de 93 subíndices del IAPC, entre los que se señalan determinados productos (2002-2006)

(tasas medias de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Nota: La línea continua representa la tasa de variación interanual del IAPC, que se situó en el 2,2% entre el 2002 y el 2006.

antes e inmediatamente después del cambio de moneda.

Aunque la evolución divergente de la inflación percibida y de la inflación observada puede explicarse por factores distintos de la introducción de los billetes y monedas en euros, es probable que el cambio de moneda haya desempeñado un papel importante, como consecuencia de una mayor sensibilización de los consumidores ante los precios.

4 CARACTERÍSTICAS DEL IAPC QUE PUEDEN EXPLICAR LAS DIFERENCIAS EN RELACIÓN CON LA INFLACIÓN PERCIBIDA

En el proceso de formación de su percepción de la inflación, lo que los consumidores asocian al término «inflación» puede no ser exactamente igual al concepto de medición en el que se basan las estadísticas oficiales de precios, como el IAPC. En esta sección se describen varias de las principales características metodológicas del IAPC que hay que tener en cuenta a la hora de valorar las diferencias que presentan con respecto a la inflación percibida.

LA CESTA AMPLIA DE BIENES Y SERVICIOS DEL IAPC

El IAPC tiene por objeto medir las variaciones de precios de la gama completa de bienes y servicios adquiridos por todo tipo de hogares. La pondera-

ción atribuida a los mismos refleja su importancia relativa en el gasto agregado de consumo del conjunto de la economía. Como promedio, los institutos de estadística de los países de la zona del euro recogen los precios de más de 700 bienes y servicios representativos, lo que supone un total de cerca de 1,7 millones de observaciones cada mes. El gráfico 3 muestra la evolución media anual de los precios de los 93 subíndices publicados por Eurostat desde el 2002.

Sin embargo, cabe suponer que, en la respuesta relativa a su percepción de la inflación, cada uno de los consumidores se basa en una muestra más reducida de bienes y servicios. Esta muestra puede variar a lo largo del tiempo, pero es probable que los consumidores atribuyan un mayor peso a los bienes y servicios de consumo más frecuente (como los alimentos o la gasolina). Según las estimaciones del BCE, cerca de la mitad de la cesta del IAPC (en términos de porcentaje del gasto) se compone de bienes y servicios que se compran, por lo general, al menos una vez al mes; un tercio corresponde a bienes y servicios que se adquieren al menos una vez al año, y la sexta parte restante se refiere a bienes y servicios que se suelen adquirir menos de una vez al año.

El hecho de que el IAPC se corresponde, en promedio, con la evolución de una amplia cesta de bienes y servicios de numerosos establecimientos y localidades (véase recuadro 2) implica que las

observaciones individuales de precios tienen un peso mínimo en el índice general, frente al impacto potencialmente significativo de variaciones extremas de los precios de determinados productos sobre la percepción de la inflación por parte de los consumidores. El IAPC es la media de un elevado número de componentes que han mostrado, en muchos casos, una evolución bastante divergente en los últimos cinco años. Como puede apreciarse en el gráfico 3, desde el 2002 la mayor parte de los bienes y servicios de consumo más frecuente han tendido a experimentar mayores variaciones de precios que los bienes y servicios de consumo menos frecuente.

AJUSTE DEL IAPC POR CAMBIOS EN LA CALIDAD

En una economía dinámica, las especificaciones de numerosos bienes y servicios de consumo adquiridos por los hogares varían constantemente. El IAPC está diseñado de tal forma que las variaciones de precios queden separadas de las variaciones de otras características de los productos. El ajuste de los precios observados, para tener en cuenta todas estas variaciones, se denomina «ajuste por la calidad». La calidad y la funcionalidad de algunos bienes y servicios, como los productos electrónicos de alta tecnología y los automóviles, tienden a registrar con frecuencia importantes mejoras, por lo que el ajuste por la calidad tiene efectos significativos. Por ejemplo, un fabricante de coches puede incorporar a un nuevo modelo elementos de seguridad adicionales, como *airbags* para los pasajeros, sin elevar el precio del automóvil. En el índice, esto aparecería como una reducción del precio. Estos ajustes son esenciales para calcular correctamente un índice de precios, pero pueden originar diferencias sustanciales entre las variaciones de precios nominales observadas por los consumidores y las variaciones ajustadas por la

calidad que deberían quedar reflejadas en el IAPC. En el proceso de formación de su percepción de la inflación es posible que los consumidores se centren en las variaciones de precios de los productos que figuran en la etiqueta, dando por sentado que su calidad ha mejorado. Se estima que el gasto en bienes y servicios que registran con frecuencia importantes mejoras representa en torno al 8%-9% del IAPC general¹³.

TRATAMIENTO DE LOS COSTES DE LA VIVIENDA EN EL IAPC

Desde el 2002, en varios países de la zona del euro los precios de los inmuebles residenciales han subido a unas tasas muy superiores a las del IAPC. En el período 2002-2006, los precios de la vivienda de la zona del euro han registrado, en promedio, una tasa de variación interanual del 7,2%, cifra que ha llamado poderosamente la atención en estos países. Cabe suponer que los precios de la vivienda influyen también en la formación de las percepciones de los consumidores acerca de la inflación. Mientras que el gasto de los inquilinos está incluido en el IAPC, la mayor parte del gasto de los propietarios que ocupan su vivienda está actualmente excluido, de acuerdo con la definición del IAPC¹⁴. Sin embargo, se considera que para el conjunto de la zona del euro la inclusión de la vivienda propia en el IAPC general tendría una incidencia relativamente limitada¹⁵.

13 Basado en cálculos del BCE.

14 Eurostat está desarrollando un proyecto piloto destinado a hallar un enfoque que permita reflejar adecuadamente en el IAPC el gasto de los propietarios que ocupan su vivienda. Para más detalles, véase el artículo titulado «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», en el Boletín Mensual de julio del 2005.

15 Véase Eiglsperger, M. (2006), «The treatment of owner-occupied housing in the harmonised index of consumer prices», en *ifc Bulletin* n.º 24, agosto, pp. 68-79.

Recuadro 2

EL IAPC: UNA ESTADÍSTICA DE ALTA CALIDAD

La evolución divergente de la inflación percibida y la inflación observada, que se ha venido registrando desde el 2002, ha llevado a algunos países a cuestionar la precisión y la relevancia de las estadísticas oficiales de precios de consumo. Por lo tanto, puede ser de utilidad recordar cómo se mide la inflación.

Los IAPC se compilan en 30 países europeos (de forma experimental, el Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos publica también un IAPC aproximativo). El IAPC se ha desarrollado de conformidad con las normas internacionales y se beneficia de la amplia experiencia de todos los países de la UE en materia de estadísticas de precios de consumo. El proceso de armonización llevado a cabo por la Comisión Europea (Eurostat), que se inició en 1995, se ha centrado en lograr un elevado nivel de calidad y comparabilidad entre los países. A estos efectos, se han establecido reglamentos legalmente vinculantes, que definen las principales características del índice, es decir, la cobertura, las fórmulas de agregación, la frecuencia de actualización de la cesta, el tratamiento de determinadas partidas (como seguros, tarifas, sanidad y educación) y las normas mínimas de ajuste por la calidad. La Comisión Europea ha puesto en marcha un programa de visitas de control del cumplimiento, durante las cuales se comprueban las prácticas de compilación de los distintos países¹.

El IAPC de la zona del euro se compila como la media ponderada de los IAPC de los países de dicha zona. La compilación mensual de los resultados de la zona del euro es un trabajo de enorme envergadura, ya que se recogen, aproximadamente, un total de 1,7 millones de precios en más de 180.000 establecimientos comerciales de cerca de 1.000 ciudades de la zona del euro. En cada país se recogen los precios de una media de más de 700 bienes y servicios representativos. El IAPC es representativo de todo el gasto de consumo de los hogares, incluidos los bienes y servicios duraderos y no duraderos (excluida la vivienda en régimen de propiedad). Ocasionalmente, se ha sugerido que se podían utilizar medidas alternativas, que se refieran sólo a subconjuntos de gastos de consumo (como índices de compras esenciales, de compras más frecuentes o de hogares con la renta más baja). Sin embargo, a diferencia del índice general de precios de consumo, estos índices serían medidas sesgadas, dado que excluirían partidas que forman parte del gasto efectivo de consumo de los hogares.

Los estudios sobre la precisión de los índices de precios de consumo² han puesto de relieve cuatro principales problemas de medición, que consisten en un sesgo de sustitución (ya que los consumidores pueden sustituir bienes que se han vuelto relativamente más caros por bienes relativamente más baratos), un sesgo de retraso en la inclusión de nuevos productos, un sesgo de retraso en la inclusión de nuevos establecimientos en la muestra y problemas en el ajuste por la calidad. Aunque en la elaboración del IAPC se han adoptado ya varias medidas para minimizar estos sesgos (por ejemplo, una actualización anual para incluir cambios significativos en los porcentajes de gasto), no puede eliminarse cierto grado de sesgo. Estos cuatro problemas de medición pueden tener efectos diferentes en

1 Los resultados de estos ejercicios de control del cumplimiento se pueden consultar en el sitio web de Eurostat dedicado al IAPC. Para más detalles, véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/url/page/PGP_DS_HICP.

2 Véanse, por ejemplo, Mackie, C. y C. Schultze (2002), *At what price? Conceptualizing and measuring cost-of-living and price indexes*, National Academy Press, y Gordon, R. (2006), «The Boskin Commission Report: a retrospective one decade later», Working Paper n.º 12311, National Bureau of Economic Research. Ambos artículos se refieren al IPC de Estados Unidos.

distintos momentos y en condiciones desiguales. Sin embargo, en general se espera que puedan dar lugar a una ligera sobreestimación de las variaciones efectivas de precios en el IAPC, contrariamente a la percepción actual del público³.

En conclusión, el IAPC oficial de la zona del euro, publicado por la Comisión Europea (Eurostat), es una medida precisa de la inflación en los precios de consumo de la zona, que está conforme a las normas internacionales. No existe evidencia de que el IAPC subestime la media de variaciones efectivas de precios, tal y como pueden sugerir los informes de ciertos medios de comunicación.

3 Los estudios en los que se han utilizado técnicas alternativas de compilación de los precios de consumo han mostrado sobreestimaciones del orden de algunas décimas de punto porcentual.

5 CONCLUSIONES

El IAPC y la encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la inflación percibida no miden lo mismo, reflejo de la diferencia entre el concepto macroeconómico de inflación y la agregación de las percepciones subjetivas de la inflación recogidas en la encuesta. En consecuencia, el hecho de que la evolución de la inflación percibida se diferencie de la evolución de la inflación interanual recogida en las estadísticas oficiales no debería considerarse como evidencia de errores de medición en las estadísticas de precios de consumo.

Los resultados de las encuestas de opinión sobre la percepción de la inflación reflejan una impresión cualitativa y subjetiva de los consumidores. No proporcionan una indicación de la magnitud de la tasa de inflación percibida y pueden depender de distintos factores económicos y psicológicos, que pueden variar a lo largo del tiempo. Entre estos factores, uno de los más importantes ha sido la introducción de los billetes y monedas en euros. En efecto, parece existir cierta evidencia de que el cambio de moneda puede haber sensibilizado más a los consumidores respecto a los precios, al tiempo que ha debido de difuminar, en alguna medida, sus referencias de precios, dado que los consumidores pueden estar todavía com-

parando los precios actuales en euros con los precios anteriores al 2002 en las monedas nacionales, o pueden estar centrándose sólo en los aumentos de precios de los bienes y servicios de consumo más frecuente.

El IAPC, que es la mejor medida objetiva de la variación media de los precios de consumo, se basa en una cesta actualizada y exhaustiva de bienes y servicios. Esta cesta, representativa del gasto agregado de consumo, está corregida de los cambios en la calidad de los productos y su comparabilidad en el tiempo está asegurada. Por lo tanto, las diferencias entre el IAPC y la encuesta de la Comisión Europea sobre la inflación percibida no dan lugar a dudas respecto a la calidad del IAPC.

Pese a la precisión del IAPC como medida de la inflación en los precios de consumo, la existencia de prolongadas diferencias en la evolución de la inflación observada y de la inflación percibida requiere un atento examen, dado que las percepciones de los consumidores pueden influir en las expectativas de inflación y en otras variables macroeconómicas. Tras aumentar considerablemente a raíz de la implantación de la nueva moneda, la inflación percibida empezó a disminuir de forma gradual a partir del 2003, y su proceso de convergencia hacia la inflación observada debería proseguir.

COMPETENCIA Y EVOLUCIÓN ECONÓMICA EN EL SECTOR SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO

En este artículo se analiza el grado de competencia en los servicios de la zona del euro y sus efectos sobre la productividad del trabajo y sobre los precios de este sector en comparación con otros sectores. La importancia del sector servicios ha aumentado de forma significativa en el tiempo, y actualmente representa en torno al 70% del valor añadido nominal total y del empleo total de la zona. El crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios de la zona del euro parece caracterizarse por una notable diversidad, y las subidas de precios de este sector son, en promedio, superiores a la inflación agregada. En el artículo se consideran diversas variables proxy de la competencia de mercado en el sector de servicios empresariales no financieros, y se llega a la conclusión de que el hecho de que haya menos competencia en los servicios tiende a obstaculizar el crecimiento de la productividad del trabajo. Además, las medidas que tienen por objeto incrementar la competencia de mercado en este sector pueden tener un efecto moderador sobre la evolución de los precios en algunos de sus subsectores.

I INTRODUCCIÓN

Con frecuencia se alude a la insuficiente competencia en el sector servicios como uno de los factores que dificultan el crecimiento de la productividad del trabajo y que contribuyen a la brecha en el crecimiento de la productividad entre la zona del euro y Estados Unidos observada desde mediados de la década de los noventa¹. Además, los estudios empíricos realizados por la red de investigación sobre los determinantes de la persistencia de la inflación del Eurosistema (Inflation Persistence Network, IPN) llegan a la conclusión de que los servicios se caracterizan por variaciones de los precios menos frecuentes, pero de mayor magnitud y, en su mayor parte, al alza. Dada la creciente relevancia de los servicios en la zona del euro y su papel en la aportación de insumos a otros sectores, el seguimiento del crecimiento de la productividad y de la evolución de los precios de este sector es importante para la instrumentación de la política monetaria.

En la sección 2 del artículo se pone de relieve la importancia macroeconómica del sector servicios de la zona del euro y se valora su evolución en términos de productividad del trabajo y de trayectoria de los precios². En la sección 3 se explican los principales canales teóricos a través de los que la competencia en los servicios afecta a la productividad y a los precios de este sector, se analiza el grado de competencia en la zona del euro y se hace referencia a algunos resultados clave sobre la relación empírica entre la competencia en los servicios y la evolución económica de este sector. En la última sección se recogen algunas conclusiones de política económica.

2 IMPORTANCIA MACROECONÓMICA Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS Y RELEVANCIA PARA LA EVOLUCIÓN COYUNTURAL

El detalle por sectores de la economía de la zona del euro pone de manifiesto la relevancia de los servicios en la zona (véanse gráficos 1 y 2)³. Con una participación de aproximadamente el 70% en términos de valor añadido nominal y de empleo, los servicios son, con creces, el sector económico más importante de la zona. La industria, que incluye principalmente el sector manufacturero, representa en torno al 20% del valor añadido y del empleo de la zona del euro. La participación de la agricultura y de la construcción es relativamente reducida. Aunque hay cierta heterogeneidad en cuanto al tamaño exacto del sector servicios en los distintos países de la zona del euro, la elevada y creciente participación de los servicios en el valor añadido y en el empleo constituye una característica común en todos ellos (véanse gráficos 3 y 4), al igual que en otras economías desarrolladas como Estados Unidos, donde los servicios son aún más importantes que en la zona del euro.

1 Véase el artículo titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», en el Boletín Mensual de julio del 2004.

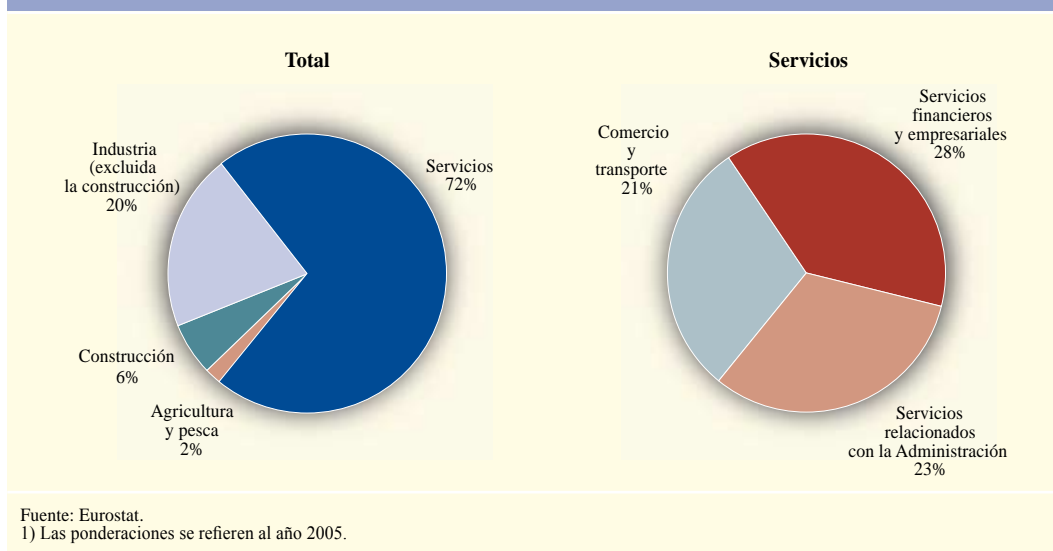
2 Este artículo se basa en trabajos de investigación previos realizados por un grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC. Véase Competition, productivity and prices in the euro area services sector, Occasional Paper n.º 44 del BCE, abril del 2006 [en lo sucesivo denominado Documento BCE (2006)].

3 Los agregados de la zona del euro no incluyen Eslovenia por limitaciones de los datos.

ARTÍCULOS

Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro

Gráfico 1 Detalle del valor añadido bruto nominal total en la zona del euro ¹⁾



Según la desagregación sectorial del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95), el sector servicios de la zona del euro puede descomponerse en tres subsectores principales, a saber, «comercio y transporte», «servicios financieros y empresariales», y un subsector que principalmente comprende «servicios relacionados con la administración pública». Aunque esta descomposición no presenta una división estricta entre servicios de mercado y servicios no de mercado, suele aludirse a las cate-

gorías de «comercio y transporte» y «servicios financieros y empresariales» como sector de servicios de mercado. El tamaño relativo de los tres subsectores principales difiere ligeramente si tomamos como criterio el valor añadido o el empleo. Aunque el tamaño de estos tres subsectores es relativamente similar en términos de valor añadido, la participación del empleo en los «servicios relacionados con la administración pública» es relativamente elevada, y reducida en los «servicios

Gráfico 2 Detalle del empleo total en la zona del euro ¹⁾

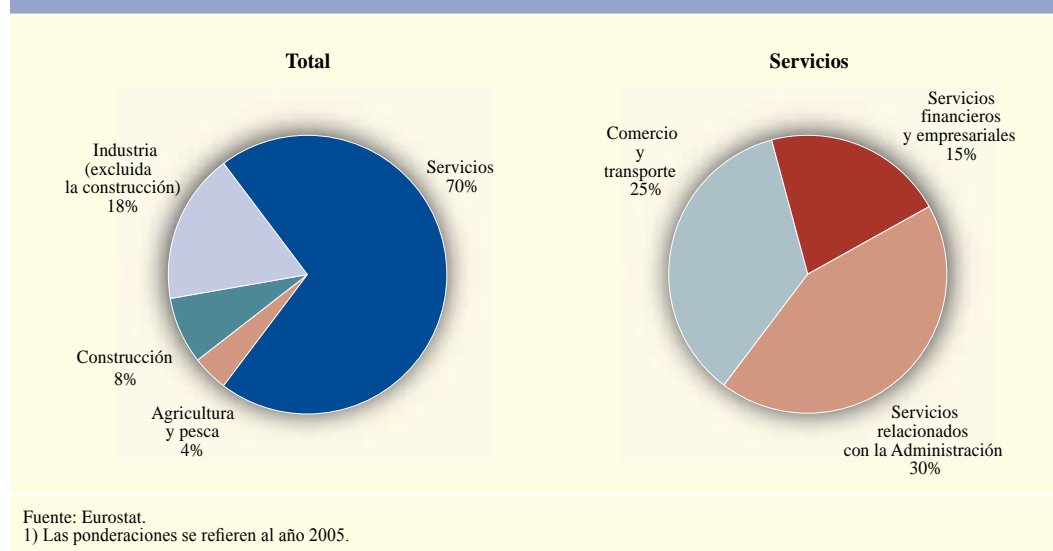
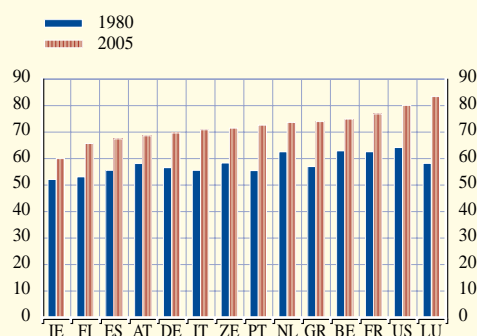


Gráfico 3 Participación de los servicios en el valor añadido bruto nominal total

(en porcentaje)

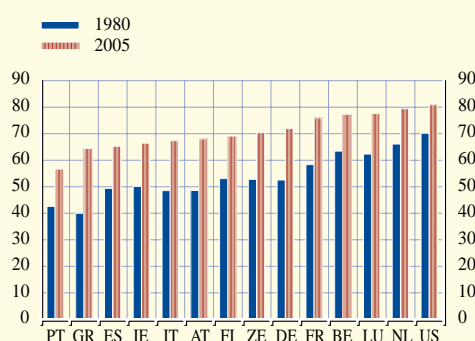


Fuentes: 1980: BCE (2006); 2005: Eurostat, Bureau of Economic Analysis.

Notas: Los datos de Irlanda se refieren al año 2004. ZE significa «zona del euro».

Gráfico 4 Participación de los servicios en el empleo total

(en porcentaje)



Fuentes: 1980: BCE (2006); 2005: Eurostat, base de datos STAN de la OCDE.

Notas: Los datos de Portugal y Estados Unidos se refieren al año 2003, y los de Grecia al 2004. ZE significa «zona del euro».

financieros y empresariales», lo que apunta a diferencias en los niveles relativos de productividad del trabajo en estos subsectores. A nivel más desagregado, los servicios de «comercio y transporte» incluyen «comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y artículos de uso doméstico», «hostelería» y «transporte, almacenamiento y comunicaciones», mientras que los «servicios financieros y empresariales» comprenden «intermediación financiera» y «actividades inmobiliarias y de alquiler, y servicios prestados a las empresas». Los «servicios relacionados con la administración pública» incluyen una amplia variedad de actividades, como «administración pública y defensa», «servicios de salud y trabajo social» y «educación».

Al igual que otras economías desarrolladas, la economía de la zona del euro ha experimentado considerables cambios estructurales asociados al acusado incremento de la participación de los servicios en el valor añadido nominal y en el empleo a lo largo del tiempo (véanse gráficos 3 y 4)⁴. Esta tendencia es patente en todos los países de la zona, al igual que en otras economías, como Estados Unidos. En cuanto al motivo de este cambio hacia los servicios, se han sugerido varias explicaciones que, en parte, son complementarias. Por ejemplo, es probable que la demanda de servicios aumente a medida que se incrementa el nivel de renta ya

que, según la hipótesis de la «jerarquía de necesidades», las necesidades que satisfacen los servicios son superiores a las que satisfacen los bienes. Además, la mayor integración de la mujer en el mercado laboral ha provocado un trasvase de servicios realizados en el hogar a servicios prestados por el mercado, aumentando a su vez el PIB y el número de personas ocupadas, así como la participación de los servicios en el valor añadido total y en el empleo total. Por otra parte, es posible que la liberalización del mercado de servicios y la globalización hayan contribuido a esta evolución.

La creciente participación de los servicios en la economía de la zona del euro refleja claras diferencias en la evolución relativa del crecimiento de los distintos sectores. En los diez últimos años, la contribución media de los servicios al crecimiento del valor añadido total en términos de volumen ascendió a más del 70%, y el resto procedió, fundamentalmente, de la industria. La contribución de la construcción y la agricultura fue reducida. En términos de empleo, estas diferencias son aún más pronunciadas, ya que los servicios representan casi la totalidad de la contribución

⁴ Los gráficos de la sección 2 se basan en los datos recopilados para el Documento BCE (2006), cuyos detalles figuran en el Anexo 1 de dicho informe. Para el período 1980-2003, los datos incorporan información de la base de datos STAN de la OCDE, del Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y de los bancos centrales nacionales. Para el período 2004-2005, se utiliza la base de datos del SEC 95 de Eurostat.

al crecimiento del empleo en la zona del euro durante ese período. Otra característica específica del crecimiento del valor añadido de los servicios en términos de volumen es su menor volatilidad, tanto dentro del ciclo económico como en lo referente a la evolución a corto plazo de sus tasas de crecimiento intertrimestrales⁵. Esto es aplicable a los servicios relacionados con la administración pública y a los servicios de mercado. No obstante, a pesar de la menor volatilidad, la contribución de los servicios a las variaciones medias absolutas del patrón trimestral de crecimiento del va-

lor añadido de la zona es similar a la de la industria, un sector más volátil (pero de menor tamaño). Esto pone de relieve la importancia de la evolución a corto plazo de este sector para el análisis y las previsiones coyunturales y, por consiguiente, también la de disponer de indicadores coyunturales y de información puntual para este sector, que, pese a las mejoras recientes, todavía no están tan perfeccionados como los de la industria (véase recuadro 1).

⁵ Véase el recuadro 5, titulado «La composición sectorial del crecimiento de la zona del euro», en el Informe Anual 2005 del BCE.

Recuadro 1

ESTADÍSTICAS COYUNTURALES SOBRE PRODUCCIÓN DE LOS SERVICIOS EN LA ZONA DEL EURO

A pesar de la importante participación de los servicios en el valor añadido de la zona del euro, los datos e indicadores disponibles para realizar un seguimiento de la evolución a corto plazo de su producción están menos perfeccionados que los correspondientes a la industria. Esto es aplicable al grado de detalle de los datos, a la frecuencia de su recopilación, a la puntualidad con la que se publica la información y al número y a la calidad (es decir, la duración de la serie temporal) de los indicadores disponibles. No obstante, recientemente, el Sistema Estadístico Europeo ha hecho considerables progresos en términos de la aportación y la puntualidad de las series de la cifra de negocios de los servicios de la zona del euro con arreglo al Reglamento sobre estadísticas coyunturales¹.

Actualmente, la principal fuente de datos para el análisis coyuntural de la actividad en los subsectores de servicios de la zona del euro es el valor añadido obtenido de las cuentas nacionales. Para el total de servicios (de mercado y no de mercado), así como para las tres subcategorías principales, a saber: (i) comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones; (ii) actividades financieras, inmobiliarias y de alquiler, y servicios prestados a las empresas, y (iii) administración pública, educación, servicios sanitarios y otros servicios, se dispone de datos trimestrales del valor añadido a partir de 1995, con un retardo de unos dos meses desde que termina el trimestre de referencia. Estos datos están disponibles en precios corrientes y en términos de volumen. Eurostat publica anualmente datos más detallados del valor añadido para ramas de servicios de la zona del euro transcurridos unos diez meses desde el final del año de referencia.

Se dispone de información mensual sobre la cifra de negocios real de los servicios, según se recoge en el Reglamento sobre estadísticas coyunturales, para los servicios de comercio al por menor y otros servicios (relacionados con los servicios de mercado). Oportunamente se publican datos de la cifra de negocios del comercio al por menor de la zona del euro, expresados en precios corrientes y constantes, y la primera estimación se da a conocer unos 35 días después del final del mes de referencia. Recientemente, Eurostat ha publicado datos sobre la cifra de negocios de otros servicios de la zona (por ejemplo, venta y reparación de vehículos de motor, servicios de comercio al por mayor, hostelería, transporte y servicios prestados a las empresas). No obstante, estas series temporales son bastante cortas y están disponibles en precios corrientes, pero no en términos de volumen. Actualmente se está trabajando para proporcionar, para el año 2009, datos de los precios de los servicios con arre-

¹ Véase el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo sobre las estadísticas coyunturales.

glo al nuevo Reglamento sobre estadísticas coyunturales, que son necesarios para calcular datos deflactados de la cifra de negocios. No se dispone de datos mensuales de los servicios similares a los del índice de producción industrial, que se publica aproximadamente un mes y medio después del mes de referencia.

En cuanto a las encuestas sobre tendencias, las encuestas de la Comisión Europea (CE) y las realizadas a directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) sobre comercio al por menor y servicios se publican mensualmente. Los resultados de estas encuestas se publican puntualmente, hacia finales del mes de referencia. Sin embargo, los resultados difieren ligeramente en la duración y en la cobertura de las series temporales. Las encuestas sobre comercio al por menor se iniciaron en 1985 (encuesta de la CE) y en el 2004 (encuesta PMI), mientras que las relativas a los servicios lo hicieron a mediados de 1995 (encuesta de la CE) y a mediados de 1998 (encuesta PMI) y, por tanto, están disponibles para horizontes temporales más cortos que las de la industria manufacturera. En cuanto a los detalles disponibles, la encuesta de la CE proporciona información detallada sólo para algunas ramas de servicios, mientras que para la industria manufacturera se dispone de una desagregación muy detallada y casi completa. En cuanto a la encuesta a los directores de compras, no se dispone de esos detalles para la zona del euro. El número de ramas de servicios incluidas en la encuesta de la CE se ha ampliado de manera continua últimamente, y la encuesta a los directores de compras incluye ramas de actividad que actualmente no cubre la encuesta de la CE, como los servicios financieros.

En conjunto, los progresos en la disponibilidad de datos han contribuido a mejorar la imagen general del sector servicios. No obstante, dada la importancia de este sector en la zona del euro, la información existente sigue siendo insuficiente para realizar un análisis coyuntural exhaustivo y puntual de los servicios de la zona, algo particularmente evidente si se considera la disponibilidad de datos de la industria. En líneas generales, la elaboración de nuevas estadísticas de los servicios exige un esfuerzo considerable por parte de los institutos nacionales de estadística, y se ha convertido en una prioridad común en el ámbito europeo.

HECHOS CLAVE RELATIVOS A LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y A LOS PRECIOS

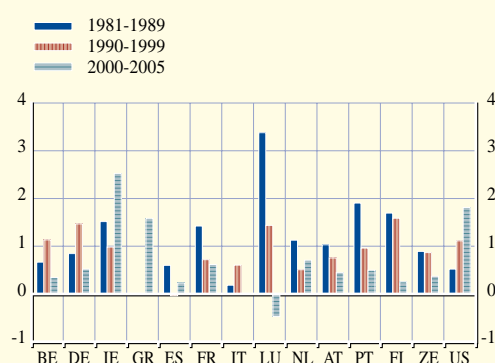
CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO

El crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios de la zona del euro se desaceleró ligeramente en los años noventa, en comparación con la década anterior. Esta tendencia a la baja persistió en el período comprendido entre el 2000 y el 2005 (véase gráfico 5), aunque parece haberse invertido en los Países Bajos y en España desde el 2000. Por el contrario, en Estados Unidos, el crecimiento de la productividad se recuperó considerablemente a mediados de los años noventa, superando al de la zona del euro, y volvió a aumentar en el período 2000-2005.

El gráfico 6 muestra una brecha positiva entre el crecimiento de la productividad del trabajo en el total del sector manufacturero y en el total de servicios para la zona del euro. No obstante, la evidencia disponible acerca del lento crecimiento de la productividad en los servicios debe matizarse en dos aspectos. En primer lugar, la brecha en el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro se ha reducido desde la década de los noventa. En segundo lugar, existe una heterogeneidad considerable en el sector, en el que los servicios de correos y telecomunicaciones y de intermediación financiera han registrado un fuerte crecimiento de la productividad, mientras que el crecimiento correspondiente a la hostelería y a las actividades inmobiliarias y de alquiler, y servicios prestados a las empresas, ha sido reducido o in-

Gráfico 5 Crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios

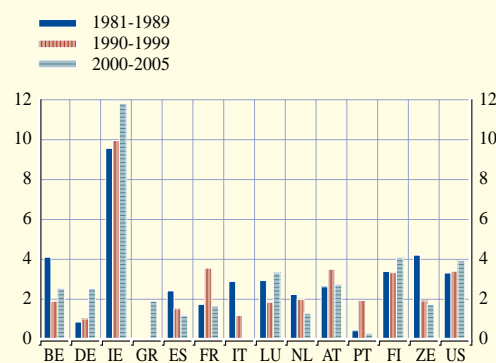
(en porcentaje)



Fuentes: BCE (2006) y Eurostat.
Nota: Datos hasta 2005, en caso de estar disponibles; en los demás casos el último año disponible. ZE significa «zona del euro».

Gráfico 6 Brecha entre el crecimiento de la productividad del trabajo en el sector manufacturero y en el sector servicios

(en porcentaje)



Fuentes: BCE (2006) y Eurostat.
Nota: Datos hasta 2005, en caso de estar disponibles; en los demás casos el último año disponible. ZE significa «zona del euro».

cluso negativo. Éste es un fenómeno común en la mayor parte de los países de la zona del euro.

Si los subsectores individuales se analizan con más detalle⁶, la diferencia más reseñable entre la zona del euro y Estados Unidos se observa en el comercio al por mayor y al por menor, con un crecimiento de la productividad bajo y en descenso desde los años noventa (en particular, desde mediados de la década) en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos. La literatura atribuye esta evolución, principalmente, a la existencia de comercios minoristas de mayor tamaño y, a resultas de ello, al mejor aprovechamiento de las economías de escala y al uso más intensivo de tecnologías de la información y las comunicaciones en Estados Unidos⁷. Las variaciones negativas de la productividad del trabajo en la hostelería en la mayor parte de los países también podrían estar relacionadas con la naturaleza intensiva en trabajo de este sector, así como con su orientación nacional y con cuestiones metodológicas relativas a la calidad de los servicios. El crecimiento de la productividad del trabajo en el transporte y almacenamiento y en las telecomunicaciones fue más elevado en la zona del euro que en Estados Unidos durante el período considerado. En el transporte y almacenamiento esto se debe, en parte, a las diferencias en este sector entre Estados Unidos y la zona del euro⁸. En las telecomunicaciones, las medidas de liberalización implantadas en los años noventa contribuyeron a incrementar la eficiencia, al uso de tecnologías de la información y las comunicacio-

nes, a elevar la demanda y a reducir los precios (véase más adelante). La evolución negativa de la productividad del trabajo en las actividades inmobiliarias y de alquiler, y servicios prestados a empresas, observada tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, también puede tener su origen en el hecho de que se basan en rentas y no aumentan la producción.

VARIACIONES DEL DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO

En el gráfico 7 se muestra una tendencia claramente descendente del deflactor implícito del valor añadido de los servicios (en lo sucesivo, denominado «variaciones de los precios») en la mayor parte de los países de la zona del euro y en Estados Unidos desde principios de los años ochenta. Esta evolución ha ido acompañada de una dispersión decreciente de las variaciones de los precios en los distintos países de la zona, medida por el coeficiente de variación.

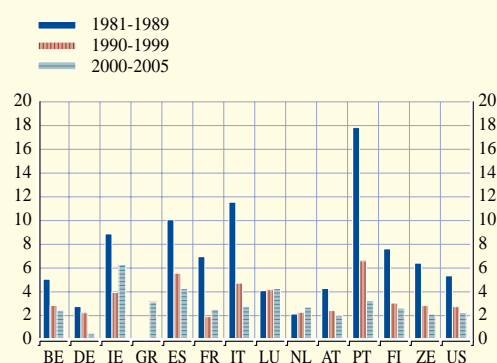
6 Para conocer datos más detallados sobre el crecimiento de la productividad y sobre el deflactor del valor añadido en los sectores individuales de servicios, véanse el Documento BCE (2006) y el recuadro 4, titulado «La evolución de la productividad del trabajo y de los precios en el sector servicios de la zona del euro: el papel de la competencia», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2006.

7 Timmer M., y R. Inklaar (2005), «Productivity differentials in the US and EU distributive trade sector: statistical myth or reality?», Research Memorandum GD-76, Groningen Growth and Development Centre.

8 Van Ark B., E. Monnikhof y N. Mulder (1999), «Productivity in services: an international comparative perspective», publicado en *Canadian Journal of Economics*, vol. 32, n.º 2, pp. 471-499. Este artículo pone de relieve el elevado uso de vehículos privados y el menor margen de mejoras de la eficiencia en el transporte de viajeros en Estados Unidos.

Gráfico 7 Variaciones del deflactor del valor añadido en los servicios

(en porcentaje)

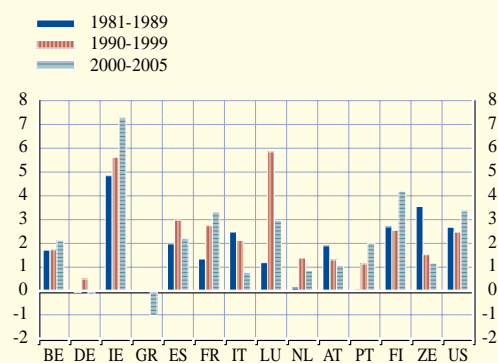


Fuentes: BCE (2006) y Eurostat.

Nota: Datos hasta 2005, en caso de estar disponibles; en los demás casos el último año disponible. ZE significa «zona del euro».

Gráfico 8 Brechas entre la variación del deflactor del valor añadido en el sector manufacturero y en el sector servicios

(en porcentaje)



Fuentes: BCE (2006) y Eurostat.

Nota: Datos hasta 2005, en caso de estar disponibles; en los demás casos el último año disponible. ZE significa «zona del euro».

A escala de la zona del euro se produjo una disminución de la brecha entre las variaciones de los precios de los servicios y los de las manufacturas (véase gráfico 8), mientras que, en Estados Unidos, esta brecha se amplió en el período 2000-2005, como consecuencia de un descenso más pronunciado de los precios en el sector manufacturero que el registrado en los servicios.

La evolución de los precios en el sector servicios es bastante heterogénea. En la hostelería, los precios aumentaron, en general, con más rapidez que en el total de servicios, lo que se debe, principalmente, a una mayor intensidad en trabajo y el consiguiente menor margen para obtener mejoras de productividad, en un contexto de flexibilidad salarial limitada y competencia insuficiente. La tendencia similar observada en las actividades inmobiliarias y de alquiler, y servicios prestados a empresas, puede tener su origen en los incrementos de los precios de los inmuebles y en la mayor calidad y atención personalizada de los servicios profesionales. Por el contrario, los precios de los servicios de correos y telecomunicaciones cayeron en la mayor parte de los países (desde 1996 en Alemania, Francia y Países Bajos), debido a la apertura a la competencia y a la reducción de costes resultante de los avances tecnológicos del sector⁹. La evolución de los precios del comercio al por mayor y al por menor en la zona del euro

muestra un patrón similar al del total de servicios, mientras que en Estados Unidos se registraron variaciones negativas de los precios en este sector a partir de la segunda mitad de la década de los noventa, como consecuencia de una trayectoria más favorable de la productividad.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO (IAPC)

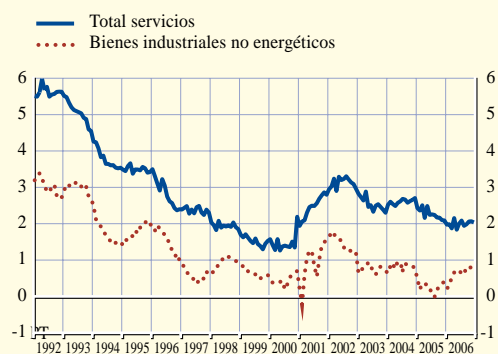
La evolución del IAPC de los servicios es similar, en líneas generales, a la observada para el deflactor del valor añadido. El IAPC de los servicios se refiere a los precios finales de consumo de este sector, y constituye un reflejo no sólo de la evolución de los componentes del deflactor del valor añadido, sino también de la trayectoria de otros factores que influyen en estos precios, como los impuestos al consumo, los precios de otros insumos y los de los productos importados de consumo directo.

El peso de los servicios en el IAPC de la zona del euro ha estado aumentando continuamente, y en el año 2006 se situó en el 40,8%, porcentaje que, no obstante, es inferior a la participación de los servicios en el valor añadido total o en el empleo total.

9 Véanse «Price effects of regulatory reform in selected network industries», BCE, marzo del 2001, y Martin R., M. Roma e I. Vans-teenkiste, «Regulatory reform in selected EU network industries», Occasional Paper n.º 28 del BCE, abril del 2005, con discusiones sobre este tema.

Gráfico 9 Evolución del IAPC en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos anteriores a 1996 se han estimado a partir de los IPC nacionales.

Las diferencias se deben principalmente a dos motivos. En primer lugar, muchos servicios son insumos intermedios para la elaboración de bienes de consumo, y su aportación está incorporada a los precios de otros componentes del IAPC (es decir, los márgenes de los servicios de comercio están incorporados al precio de los bienes que se venden a los consumidores). En segundo lugar, algunos servicios no de mercado no requieren la realización de operaciones monetarias y no están incluidos en el IAPC, ya que la participación del gasto monetario final de los hogares en estos servicios es igual a cero (por ejemplo, gasto en administración pública y defensa y, hasta cierto punto, en educación, servicios sanitarios y de protección social).

Desde 1992, las subidas de los precios de los servicios han seguido un patrón similar, en líneas generales, al de los bienes industriales no energéticos (esto es, los bienes de consumo, excluidos los alimentos y la energía).

Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios incluidos en el IAPC se ha situado constantemente por encima de la de los precios de los bienes industriales no energéticos incluidos en el IAPC (véase gráfico 9). Esta brecha, que, en promedio, ha sido de alrededor de 1,7 puntos porcentuales, refleja principalmente los

diferenciales de crecimiento de la productividad anteriormente citados entre el sector servicios y el sector industrial, y el consiguiente efecto sobre la evolución de los costes laborales unitarios.

Si se considera un nivel de desagregación más detallado, los beneficios de la liberalización y de los avances tecnológicos son evidentes en la evolución de los precios de los servicios de telecomunicaciones, que, en promedio, han descendido a una tasa interanual del 2,2% desde 1996, en comparación con un incremento medio del 2,3% del precio de los servicios incluidos en el IAPC general. En este contexto, cabría esperar que la mayor liberalización de los servicios cause un impacto sobre la trayectoria de los precios de los servicios en su conjunto.

Más allá del efecto sobre el nivel de las presiones inflacionistas, las subidas de los precios de los servicios contribuyen a la persistencia de las fluctuaciones de la inflación en el tiempo. El estudio realizado recientemente por la Inflation Persistence Network (IPN) del Eurosistema apunta a mayores aumentos de precios y a más rigideces nominales en los servicios que en otras rúbricas del IAPC¹⁰. Las variaciones del índice de precios de los servicios son menos frecuentes pero de magnitud superior a las registradas para las manufacturas. Según las encuestas sobre la fijación de precios, los principales factores que impiden ajustes de los precios son: (i) unas relaciones de larga duración con los clientes; (ii) la existencia de contratos explícitos cuya renegociación sería costosa, y (iii) un nivel de competencia reducido. Además, existe una asimetría considerable en las modificaciones de los precios de este sector, ya que sólo el 20% de las variaciones son bajadas (en comparación con el 40% en el sector manufacturero). Esta asimetría también puede deberse a una mayor participación del factor trabajo y a unas rigideces salariales nominales a la baja.

10 Para conocer un resumen de las principales conclusiones de la red IPN para la zona del euro, véase Angeloni I. et al. (2005), «Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings», Eurosistema Inflation Persistence Network, BCE, y Dhyne E. et al. (2005), «Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data», Working Paper n.º 524 del BCE.

3 IMPACTO DE LA COMPETENCIA SOBRE LA PRODUCTIVIDAD Y EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN EL SECTOR SERVICIOS

EL ARGUMENTO ECONÓMICO

En general, la competencia perfecta se asocia a una estructura de mercado en la que todos los agentes económicos son tomadores de precios, las empresas pueden entrar y salir libremente del mercado sin incurrir en costes fijos, y no pueden explotar los rendimientos crecientes a escala. En el mundo real, la competencia perfecta es rara, especialmente en los servicios, donde la heterogeneidad del producto suministrado puede otorgar un poder monopolístico a los proveedores. La competencia en el sector servicios puede ser limitada, no sólo por la naturaleza de los productos ofertados, sino también por las barreras legales al comercio o por la existencia de legislación que discrimina entre empresas nacionales y extranjeras (véase recuadro 3).

Los efectos de una mayor competencia en los servicios sobre la productividad del trabajo de este sector pueden ser directos e indirectos. Los primeros tienen su origen en la reducción de los costes de negocio y en la supresión de las barreras de entrada tras amplias reformas del mercado de productos, mientras que los efectos indirectos de los servicios sobre la productividad del trabajo son evidentes a través de tres canales principales¹¹: (i) una reducción de los márgenes comerciales y una mejor asignación de los recursos escasos (eficiencia asignativa); (ii) una mejora en la utilización de los factores de producción por parte de las empresas (eficiencia productiva), y (iii) un incentivo para que las empresas innoven y crucen la frontera tecnológica (eficiencia dinámica). Las mejoras en las eficiencias asignativa y productiva (conocidas como ganancias estáticas) resultantes de los cambios en la competencia representan variaciones transitorias del nivel de productividad. En cambio, se considera que los efectos de la eficiencia dinámica sobre la productividad, también conocidos como ganancias dinámicas, incrementan el nivel y la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores en el largo plazo, así como que causan un impacto de magnitud potencialmente superior

y de mayor duración, en comparación con las ganancias estáticas. La competencia en los servicios también puede favorecer indirectamente la productividad del trabajo en otros sectores de la economía que utilizan los servicios como insumo en sus procesos de producción.

Por norma general, el aumento de la competencia se asocia a niveles más bajos de precios, resultantes de una reducción de los márgenes de las empresas en lo que respecta a determinados costes marginales. Además, una competencia más fuerte estimula un uso y una asignación más eficientes de los recursos, ejerciendo presiones a la baja sobre los costes y provocando bajadas de los precios¹². Los efectos (del nivel) de los precios en los servicios son tanto directos, a través del impacto de unos precios, más bajos de los servicios para los consumidores, como indirectos, mediante la reducción de los precios de los servicios utilizados como insumo para producir otros servicios en ese mismo sector o en otros sectores económicos. Cabe esperar que los efectos de los cambios en la competencia sobre los niveles de los precios persistan, por lo que el sector puede tardar varios años en estabilizarse. Durante este período de ajustes de los precios relativos, también se prevé que la tasa de inflación agregada resulte temporalmente afectada por estos cambios en la competencia.

En general, cuanto más competencia haya en una economía, más flexible será en términos de salarios y precios, y de sustitución de factores. Una mayor flexibilidad de los precios podría dar lugar a una pérdida de producción menos persistente como consecuencia de una perturbación negativa derivada de reducciones de costes. Esto es especialmente relevante en el caso de los servicios, ya que los precios de este sector suelen ser más rígidos que los del sector manufacturero, y las empresas que operan en mercados con más competencia ajustan sus precios más a menudo como respuesta a factores de costes y de demanda (véase sección 2). Por último, un aumento de la competencia en el mercado internacional de servi-

11 Véase, por ejemplo, «The EU Economy: 2004 Review», Comisión Europea, 2004.

12 Véase también, por ejemplo, el artículo titulado «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2002.

cios también debería permitir a los consumidores comparar precios con más facilidad, especialmente en una unión monetaria, ampliar la transparencia de los precios, potenciar las posibilidades de arbitraje entre países y promover un funcionamiento mejor de la UEM. Por consiguiente, una competencia mayor en las economías podría dar lugar a unas tasas de inflación más bajas durante más tiempo.

LA COMPETENCIA EN EL MERCADO DE SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO

La medición de la competencia en el mercado de servicios empresariales no financieros es una tarea compleja¹³, ya que la normativa no se presta a ser medida cuantitativamente y la competencia resulta difícil de observar directamente. Por consiguiente, deben usarse variables proxy que contengan información institucional, o que analicen la evolución real en relación con la referencia hipotética de la plena competencia. En el recuadro 2 se presenta una descripción de estas variables proxy, así como un debate sobre sus ventajas y limitaciones. El estudio de distintas medidas de la competencia proporciona una imagen bastante sólida de los progresos realizados por los países de la zona del euro para incrementar la competencia en los últimos años y de las diferencias que subsisten en-

tre los distintos países. En consecuencia, en esta sección se presentan variables proxy que miden el grado de regulación sectorial y de la economía en su conjunto, así como las relativas a la rentabilidad empresarial.

El indicador global de regulación del mercado de productos (PMR, en sus siglas en inglés) de la OCDE proporciona una síntesis de la normativa que podría reducir o aumentar la intensidad de la competencia. Este indicador registró una caída durante el período 1998-2003, tanto en la zona del euro como en todos los países analizados (véanse columnas 1 y 2 del cuadro 1), lo que sugiere que el entorno regulador en su conjunto ha empezado a favorecer más la competencia en el mercado de productos desde 1998, aunque, en su mayor parte, sigue siendo más restrictiva que en Estados Unidos. Las mejoras más reseñables han correspondido a Grecia, Italia y Francia, aunque, en todos estos países, los niveles de regulación todavía se encuentran entre los más elevados. En cambio, los progresos en materia de desregulación en los servicios comerciales al por menor y en los servicios profesionales han sido limitados desde 1998 y 1996, res-

13 Véase el capítulo 3 del Documento BCE (2006) para más detalles.

Cuadro 1 Medidas de la regulación de los mercados de productos

	Regulación de los mercados de productos		Servicios minoristas		Servicios profesionales ¹⁾	
	2003	2003 menos 1998	2003	2003 menos 1998	2003	2003 menos 1996
Bélgica	1,4	-0,7	4,5	0,9	2,1	-0,1
Alemania	1,4	-0,5	3,1	0,8	3,1	-1,0
Irlanda	1,1	-0,4	1,1	-0,2	1,3	0,1
Grecia	1,8	-1,0	4,2	0,2	2,9	-
España	1,6	-0,7	3,4	-0,3	2,4	-1,0
Francia	1,7	-0,8	3,1	-1,6	2,0	0,1
Italia	1,9	-0,9	2,4	-0,5	3,6	0,3
Luxemburgo	1,3	-	-	-	3,2	0,0
Países Bajos	1,4	-0,4	1,6	-0,3	1,6	0,2
Austria	1,4	-0,4	3,2	-0,9	2,0	-2,2
Portugal	1,6	-0,6	2,2	-1,0	2,4	-0,3
Finlandia	1,3	-0,7	2,6	-0,8	1,0	0,2
Zona del euro	1,5	-0,7	2,8	-0,3	2,3	-0,3
Estados Unidos	1,0	-0,3	2,6	-	1,8	-

Fuente: OCDE.

Nota: Un índice más elevado indica una regulación más estricta.

1) El indicador general de los servicios profesionales es la media simple de los indicadores de los servicios de contables, arquitectos, ingenieros y abogados.

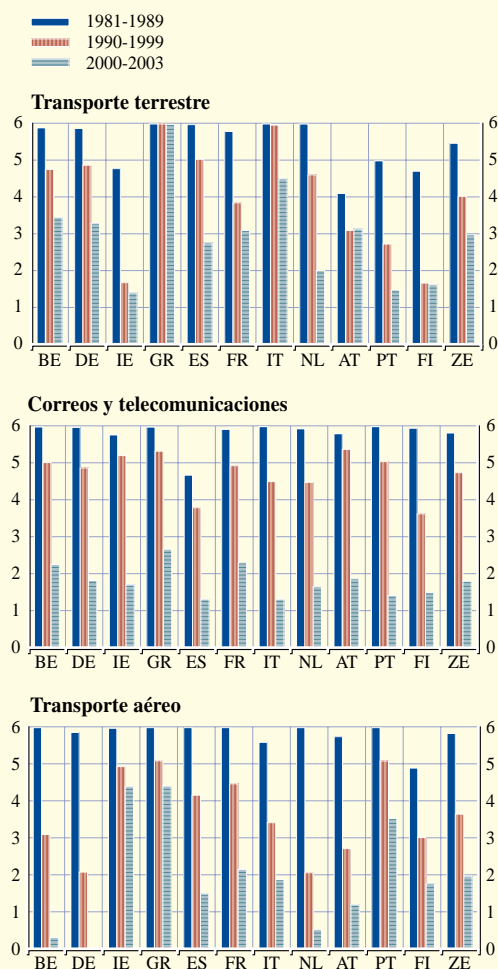
pectivamente, y la regulación incluso se ha endurecido, en cierta medida, en algunos países (véanse columnas 3 a 6 del cuadro 1).

En el gráfico 10 se presenta la evolución de la regulación sectorial para el transporte aéreo, el transporte terrestre y correos y telecomunicaciones durante los períodos 1981-1989, 1990-1999 y 2000-2003. Un valor más elevado del índice indica una regulación más estricta en lo que respecta a barreras de entrada, titularidad pública, estructura de mercado, integración vertical y control de precios. Estos indicadores han experimentado una reducción considerable con el paso del tiempo, tanto en la zona del euro en su conjunto como en los distintos países que la integran, lo que apunta a que, en estos sectores, la regulación ha pasado a ser «más favorecedora de la actividad». Éste es el caso, especialmente, del transporte aéreo y de correos y telecomunicaciones, que registraron el mayor descenso. No obstante, los avances observados tendieron a diferir entre países y ramas de actividad, como sugiere el aumento de la dispersión de la regulación sectorial a lo largo del tiempo (según indica una desviación típica sin ponderar entre países mayor en el segundo y tercer períodos considerados que en el primero). En consecuencia, las diferencias entre países en el nivel de regulación de estas ramas de actividad todavía son considerables.

El nivel de regulación de los servicios podría influir en el comportamiento y en la rentabilidad de las empresas. Por consiguiente, las variables proxy de la rentabilidad pueden utilizarse como una medida alternativa de la competencia. Estas variables incluyen el margen comercial, medido como la ratio del deflactor del valor añadido en relación con los costes laborales unitarios, y el excedente bruto de explotación unitario, que se calcula como la ratio del excedente de explotación en relación con el valor añadido. El margen comercial, corregido por la renta del trabajo imputada de los trabajadores autónomos, se caracteriza por registrar variaciones bastante limitadas en el tiempo y por una tendencia al alza en la zona del euro en su conjunto y en la mayor parte de los países y sectores de la zona examinados en la década de los noventa, en comparación con la de los ochenta¹⁴. En general, tanto el margen comercial

Gráfico 10 Regulación sectorial

(medias del período)



Fuentes: OCDE y cálculos propios.

Notas: El índice va de 0 a 6. Un índice más elevado indica una regulación más estricta. El valor para la zona del euro se computa como una media simple. ZE significa «zona del euro».

como el excedente bruto de explotación unitario en el sector de servicios empresariales no financieros de la zona del euro fueron superiores a los indicadores correspondientes del total de la economía y del sector manufacturero en los años ochenta y noventa. No obstante, resulta difícil extraer conclusiones definitivas de estas variables proxy acerca de la evolución de la competencia, ya que una rentabilidad ele-

14 Véase el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», en el Boletín Mensual del enero del 2004.

vada podría estar asociada a una competencia limitada o a la notable eficiencia dinámica de empresas en un sector competitivo que se traducen en ganancias de productividad (véase también recuadro 2). En cualquier caso, a medio y a largo plazo, una competencia más intensa debería reducir los beneficios derivados de la regulación y, por tanto, los márgenes.

LA RELACIÓN EMPÍRICA ENTRE LA COMPETENCIA DE MERCADO, EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y LAS VARIACIONES DE LOS PRECIOS RELATIVOS DE LOS SERVICIOS

En general, los estudios empíricos llegan a la conclusión de que la competencia es un factor importante para explicar la productividad del trabajo y la evolución de los precios de los servicios. La desregulación y la liberalización contribuyen a unos niveles y unas tasas de crecimiento más elevados de la productividad del trabajo¹⁵. Al mismo tiempo, el aumento de la competencia suele ejercer presiones a la baja sobre los costes y los precios¹⁶.

En cuanto a la zona del euro, el Documento BCE (2006) investiga la relación entre algunas variables proxy de la competencia en el mercado de servicios,

el crecimiento de la productividad del trabajo y las variaciones del deflactor del valor añadido relativo (es decir, las variaciones de los precios en cada uno de los subsectores de servicios analizados, en relación con las modificaciones de los precios en el conjunto de la economía¹⁷). Aunque varias conclusiones son acordes con la evidencia disponible para amplios conjuntos de países industrializados, cabe destacar que los resultados han de interpretarse con cautela, dadas las limitaciones de los datos existentes, y también se han de tener presentes las reservas asociadas a las variables proxy de la competencia en el mercado de servicios (véase recuadro 2).

15 Véase el estudio realizado por Conway, P., D. De Rosa, G. Nicoletti y F. Steiner (2006), «Regulation, Competition and Productivity Convergence», OECD Economics Department Working Paper n.º 509, y la literatura citada.

16 Véanse, por ejemplo, P. Cavelaars, «Does Competition Enhancement Have Permanent Inflation Effects?», *Kyklos*, vol. 56, n.º 1, 2003, pp. 69-94, y Przybyla, M. y M. Roma, «Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors», Working Paper n.º 453 del BCE, marzo del 2005.

17 Se utilizan deflatores del valor añadido en lugar del IAPC con el objeto de analizar los datos desde comienzos de la década de los noventa, dado que sólo se dispone de datos comparables del IAPC en los diferentes países desde 1996. Se analizan los deflatores del valor añadido relativo en lugar del absoluto porque, a medio y a largo plazo, las variaciones del nivel de los precios absolutos están determinadas por la evolución monetaria y por características específicas de cada país.

Recuadro 2

VARIABLES PROXY DE LA COMPETENCIA EN LOS SERVICIOS

Medir la competencia en el mercado de servicios es importante para valorar sus efectos sobre la productividad del trabajo, el crecimiento y la inflación. Dado que la competencia no puede observarse directamente, se han elaborado diferentes variables proxy para el sector de servicios empresariales no financieros. Este recuadro, que complementa la segunda parte de la sección 3 de este artículo, proporciona una descripción exhaustiva de estas variables proxy de la competencia. Estas variables se dividen en cuatro categorías, y se detallan sus fuentes estadísticas y las principales reservas metodológicas.

1. Variables proxy de la rentabilidad empresarial a escala sectorial, como el margen comercial y el excedente bruto de explotación unitario (base de datos de Análisis Estructural (STAN) de la OCDE). Las dificultades de medición del *stock* de capital por ramas de actividad puede hacer complicada la medición de beneficios y, en general, las comparaciones internacionales deben interpretarse con cautela. Además, una rentabilidad más elevada no puede entenderse inequívocamente como una indicación de menos competencia.
2. Variables que miden el grado de regulación del total de la economía y de los distintos sectores (base de datos de regulación del mercado de productos de la OCDE). Utilizando un enfoque

ascendente (*bottom-up*), estas variables proxy son una síntesis de indicadores que incluyen información sobre el control estatal, las barreras de acceso, la participación del Estado en operaciones comerciales y el control de los precios. En general, están disponibles con cierto retardo (las últimas observaciones disponibles se refieren al año 2003) y con poca frecuencia. También se dispone de otros indicadores de la regulación de servicios seleccionados (los prestados por contables, farmacéuticos, arquitectos, ingenieros, abogados, minoristas) (Copenhagen Economics¹ y Paterson et al.²). Estos indicadores suelen presentarse con un alto grado de desagregación, pero su cobertura temporal es muy limitada.

3. Indicadores de la estructura de mercado, como el número de empresas, el número de trabajadores por empresa y la participación de los trabajadores autónomos en el empleo total (Eurostat New Cronos). La construcción de medidas más precisas de la estructura de mercado, como los índices Herfindahl, plantea considerables retos, debido a las limitaciones de los datos disponibles. Es importante subrayar que el tamaño de las empresas no debe considerarse una variable proxy inequívoca de la concentración del mercado. Por un lado, el tamaño medio de las empresas puede estar positivamente relacionado con el grado de concentración y, por otro, una estructura de mercado fragmentada podría ser indicativa de la existencia de barreras de entrada para modelos de organización más eficientes, como comercios minoristas más grandes.
4. Variables proxy que miden el grado de apertura del mercado, como el nivel de apertura comercial (estadísticas sobre el comercio internacional de servicios de la OCDE) e índices de las restricciones a la inversión directa extranjera³. Estos últimos se construyen agregando varios indicadores de la discriminación de un país a las empresas extranjeras, por ejemplo, a través de limitaciones de carácter operativo y límites a la titularidad extranjera del capital. Esta categoría de variables proxy puede utilizarse para valorar el grado de competencia internacional.

1 Copenhagen Economics (2005), «Economic Assessment of the Barriers to the Internal Market for Services», estudio encargado por la Comisión Europea, DG-Enterprise, Bruselas.

2 Paterson I., M. Fink y A. Ogus (2003), «Economic impact of regulation in the field of liberal professions in different Member States», Regulation of Professional Services, Research Report, Institute for Advanced Studies (IHS), Viena.

3 Golub, S. (2003), «Measures of restrictions on inward Foreign Direct Investment for OECD countries», OECD Economic Studies n.º 36, pp. 85-117.

El estudio muestra que la competencia en el mercado de servicios es un factor importante para explicar el crecimiento de la productividad del trabajo en la mayor parte de las ramas de actividad analizadas. Este resultado es bastante sólido en cuanto a posibles errores de medición, ya que es aplicable a una diversidad de indicadores (restricciones a la IDE, indicadores de regulación sectorial elaborados por la OCDE, etc.). En particular, una competencia limitada en el mercado de servicios parece moderar, en general, el crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios en los países de la zona del euro. No obstante, los resultados difieren en los distintos subsectores, y no parece que la competencia en el mercado de servicios haya producido un impacto sistemático sobre

la hostelería, las actividades inmobiliarias y de alquiler, y los servicios prestados a las empresas.

En todos los sectores examinados, los costes laborales unitarios relativos han demostrado ser una variable clave para explicar las variaciones de los precios relativos. Además, unos excedentes brutos de explotación unitarios relativos más elevados se asocian a mayores incrementos de los precios relativos. No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela, ya que un aumento de la rentabilidad no puede entenderse inequívocamente como una indicación de menos competencia. Además, en el comercio al por mayor y al por menor, en la hostelería, en el transporte y en el almacenamiento, las demás variables proxy de la competencia en el mercado de servicios no explican

las variaciones de los precios relativos. Sin embargo, en correos y telecomunicaciones y en actividades inmobiliarias inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas, una regulación sectorial más restrictiva y algunos indicadores de la regulación del mercado de productos en el conjunto de la economía están vinculados a mayores subidas o a menores reducciones de los precios, lo que sugiere que un incremento de la competencia en el mercado de servi-

cios causa un impacto moderador sobre las variaciones de los precios relativos en estos subsectores.

En general, un nivel mayor de competencia en los servicios propiciaría un funcionamiento mejor y más eficiente de los mercados de servicios (véase recuadro 3), así como aumentos de la productividad y del bienestar de los consumidores en términos de reducciones de precios en algunos sectores.

Recuadro 3

LA DIRECTIVA DE LA UE SOBRE SERVICIOS EN EL MERCADO INTERIOR

El Tratado de Roma especificaba dos libertades fundamentales en las que se sustenta el mercado interior de los servicios: la libertad de establecimiento, que autoriza a las empresas de la UE a establecerse en otros Estados miembros, y la libertad de circulación de los servicios, que garantiza a las empresas de la UE la posibilidad de prestar temporalmente servicios en el territorio de un Estado miembro distinto del que están constituidas.

No obstante, a pesar de estas disposiciones del Tratado, el mercado interior de los servicios todavía no funciona satisfactoriamente. Una plétora de barreras legales y administrativas está impidiendo que los prestadores de servicios amplíen sus actividades fuera de las fronteras nacionales. Por tanto, la necesidad de poner en práctica el mercado interior de los servicios ha sido una prioridad en la agenda política europea durante muchos años. Cabe destacar que, en la cumbre de Lisboa de marzo del 2000, los jefes de Estado y de Gobierno solicitaron una estrategia para suprimir las barreras transfronterizas para los servicios, considerando esta cuestión como un pilar esencial de la estrategia de crecimiento conocida como la agenda de Lisboa.

Con el fin de promover el ejercicio de estas dos libertades por parte de los prestadores de servicios, la Comisión Europea presentó una propuesta de Directiva sobre los servicios en el mercado interior (en lo sucesivo denominada Directiva sobre servicios) en enero del 2004. Esta Directiva fue finalmente adoptada por el Parlamento Europeo y el Consejo en diciembre del 2006, y los Estados miembros deben transponerla a la legislación nacional antes del final del 2009.

El Parlamento Europeo y el Consejo modificaron algunos puntos de la propuesta inicial de la Comisión Europea, y acordaron excluir del ámbito de la Directiva algunos servicios de carácter sensible. Además, rechazaron la sugerencia de la Comisión de basar la libre circulación de servicios en el «principio del país de origen», que establece que una empresa que preste servicios en otro Estado miembro de manera temporal únicamente estará sometida a las leyes del país en el que está constituida (con algunas excepciones). El Parlamento Europeo y el Consejo acordaron sustituir este principio del país de origen por el principio de que el Estado miembro de destino debe garantizar el libre acceso y el libre ejercicio de una actividad de servicios en su territorio. El Estado miembro de destino únicamente podría imponer condiciones a los prestadores de servicios extranjeros si dichas condiciones no son discriminatorias, y son proporcionales y necesarias por razones de política pública, seguridad pública, medio ambiente o sanitarias.

Pese a estas modificaciones, la Directiva debería reportar considerables beneficios para las empresas y los consumidores, facilitando la prestación y la utilización de servicios transfronterizos. Aunque su

alcance es más reducido, hay un amplio número de servicios que continúan dentro del ámbito de aplicación de la Directiva, entre los que se incluyen servicios empresariales (por ejemplo, servicios de consultoría de gestión), servicios de consumo (por ejemplo, turismo) y servicios prestados tanto a empresas como a consumidores (por ejemplo, la construcción). Además, en consonancia con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia europeo, ahora están estrictamente prohibidas algunas restricciones al ejercicio de las dos libertades fundamentales. La Directiva también reducirá la burocracia mediante la modernización y simplificación de los trámites administrativos relativos al acceso a actividades de servicios y a su ejercicio. Por último, todas las restricciones impuestas por los Estados miembros a los prestadores extranjeros de servicios se comunicarán a la Comisión y a los demás Estados miembros, y estarán sujetas a una evaluación recíproca.

Estudios económicos¹ han tratado de cuantificar el impacto macroeconómico de la Directiva sobre el crecimiento económico y el empleo en el sector servicios. Se ha argumentado que la Directiva, tal y como la propuso la Comisión, incrementaría hasta en un tercio el comercio bilateral de la UE y la inversión en servicios comerciales (excepto en los transportes). Además, las estimaciones indican que los efectos estáticos (es decir, los que se producen sin tener en cuenta los efectos dinámicos, como el impacto sobre el comportamiento de las empresas) generarían ganancias en el consumo y en el empleo del 0,7% y el 0,3%, respectivamente, lo que corresponde a un aumento neto de 600.000 empleos. Otros sugieren que el PIB podría elevarse casi un 0,7% como consecuencia del proyecto de Directiva.

Estos estudios también consideran el efecto de la exclusión del principio del país de origen. El instituto Copenhagen Economics indica que las disposiciones relativas a este principio podrían incrementar en torno a un 10% las ganancias totales de bienestar, medidas en términos de consumo total, generadas por la Directiva sobre servicios, mientras que otros estiman que los efectos positivos sobre el PIB, el consumo y el comercio más o menos se duplicarían si se adoptara este principio.

En general, estos estudios proporcionan evidencia empírica de que a pesar de que los efectos económicos de la Directiva son menores de lo que cabría esperar de la propuesta originaria de la Comisión Europea, deberían ser significativos para todos los Estados miembros de la UE. De cara al futuro, es esencial que la Directiva se aplique íntegra y efectivamente en todos los Estados miembros de la UE, permitiéndose que coseche los beneficios cuanto antes.

1 De Bruijn R. et al. (2006), «The trade-induced effects of the Services Directive and the country of origin principle», CPB Document n.º 108. Copenhagen Economics, «Economic assessment of the barriers to the internal market for services», (2005), estudio encargado por la Comisión Europea, DG-Enterprise. Breuss F., y H. Badinger (2006), «The European Single Market for services in the context of the Lisbon Agenda: macroeconomic effects», estudio encargado por el Ministerio Federal de Economía y Trabajo de Austria.

4 CONCLUSIONES

La importancia del sector servicios de la zona del euro ha aumentado de forma significativa en el tiempo. Actualmente, este sector representa en torno al 70% del valor añadido nominal total y del empleo total de la zona. No obstante, el crecimiento de la productividad del trabajo en este sector disminuyó ligeramente en la década de los noventa en relación con los años ochenta, y esta tendencia a la baja persistió durante el período 2000-2005.

Con frecuencia se alude a la insuficiente competencia en el sector servicios como uno de los factores que dificultan el crecimiento de la productividad del trabajo y que contribuyen a subidas de los precios mayores que las del sector manufacturero. Los resultados empíricos sugieren que las medidas que tienen por objeto aumentar la competencia de mercado en los servicios pueden favorecer un crecimiento más elevado de la productividad del trabajo y causar un impacto moderador sobre las variaciones de los precios relativos en algunos subsectores de servicios.

En general, las variables proxy de la competencia en el sector servicios analizadas en este artículo indican que la regulación de los sectores de servicios de la zona del euro se ha tornado «más favorecedora de la actividad» con el tiempo. No obstante, los progresos registrados tienden a diferir entre países y ramas de actividad de la zona del euro. En concreto, los servicios comerciales al por menor y los servicios profesionales sólo experimentaron avances limitados desde mediados de la década de los noventa.

En general, un nivel mayor de competencia en los servicios propiciaría unos mercados de servicios más eficientes y flexibles, facilitarían los procesos de ajuste y aumentarían la resistencia de la zona del euro a perturbaciones de carácter económico, favoreciendo un mejor funcionamiento de la UEM. La reducción de las rigideces y las barreras en los servicios debe ser parte de un enfoque integral que tenga en cuenta las complementariedades de las reformas de los mercados de trabajo y de productos. A este respecto, la plena realización del mercado único para los servicios debe continuar siendo prioritaria para la política económica europea.

FACTORES DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL¹

ARTÍCULOS

Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental

Tras la recesión que siguió a la caída de las economías de planificación centralizada a comienzos de la década de los noventa, los países de Europa central y oriental se embarcaron en un proceso de transformación económica y rápido crecimiento. La fuerte expansión se apoyó en reformas estructurales e institucionales, planes de estabilización macroeconómica, la perspectiva de la incorporación a la UE y la integración efectiva en la UE en mayo del 2004 y enero del 2007. Como consecuencia de lo anterior, se plantearon muchos interrogantes importantes respecto a la situación económica del momento en los países de Europa central y oriental (ECO) y a las consiguientes perspectivas de crecimiento. El presente artículo tiene por objeto analizar los principales factores determinantes del crecimiento en este grupo de países, es decir, en los Estados miembros de la UE pertenecientes a esa región, y evaluar los desafíos más importantes que se les plantean para avanzar en el proceso de convergencia en los próximos años.

En el artículo se llega a la conclusión de que, para lograr un crecimiento económico sostenible en los países de ECO, es esencial que estas economías adopten las medidas apropiadas en varios ámbitos. En particular, unas políticas macroeconómicas sólidas, incluidas una política monetaria creíble y una política fiscal adecuada, son cruciales para lograr unos fundamentos económicos capaces de garantizar el crecimiento sostenible y la convergencia. Además, parece necesario que hagan frente a los problemas estructurales de sus mercados de trabajo. En este contexto, reviste particular importancia elevar la tasa de actividad y reducir los desajustes regionales y en materia de cualificación. Por último, a fin de acelerar el proceso de convergencia, es fundamental redoblar los esfuerzos para mejorar el atractivo del entorno empresarial y la inversión en capital humano.

I INTRODUCCIÓN

A principios de la década de los noventa, la mayoría de los países de ECO entraron en una nueva era política y económica y, desde el comienzo de este proceso de transformación, han tratado de incorporarse a la UE. La República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia alcanzaron este objetivo en mayo del 2004, seguidos de Bulgaria y Rumanía en enero del 2007². Desde entonces, varios de estos países —Estonia, Lituania, Letonia, Eslovenia y Eslovaquia— se han incorporado al mecanismo de tipos de cambio II (MTC II) y Eslovenia adoptó el euro el 1 de enero de 2007.

No hay duda de que los países de ECO han recorrido un largo camino desde finales de la década de los ochenta, pero eso no significa, ni mucho menos, que hayan concluido el proceso de «transición». Todavía tienen que hacer frente a muchos retos, y el proceso de convergencia real, definido aquí como la convergencia de sus niveles de renta per cápita con la media de la zona del euro, dista mucho de estar completo³. Aunque los niveles de vida en los países de ECO han mejorado considerablemente desde el comienzo del proceso de transición, la brecha entre su renta per

cápita y la media de la zona del euro sigue siendo significativa.

Un marco natural de muchos análisis a largo plazo del crecimiento económico es el enfoque tradicional de la función de producción, que relaciona el producto con la acumulación de trabajo y capital, y con el progreso tecnológico. Este enfoque, que también constituye la base analítica de este artículo, ayuda a distinguir los principales componentes del crecimiento. En este contexto, el artículo se centra en los aspectos relacionados con el comportamiento del mercado laboral, la inversión en capital y el capital humano.

Por lo que respecta a otros importantes factores determinantes del crecimiento, los estudios com-

- 1 Este artículo se basa en O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», Occasional Paper n.º 61 del BCE, abril del 2007.
- 2 Chipre y Malta no se incluyen en este artículo, ya que no atravesaron un proceso de transición, lo que les hace menos comparables con los países de ECO.
- 3 Existen también otras definiciones posibles de la convergencia real, como la convergencia de la estructura sectorial de diferentes economías, o la convergencia internacional de la situación de las instituciones y el marco jurídico. No obstante, la convergencia de los niveles de renta per cápita es la definición del término «convergencia real» que con más frecuencia se utiliza en la literatura económica.

parativos entre países sugieren que unos fundamentos macroeconómicos estables y el desarrollo del sector financiero influyen positivamente en el crecimiento a largo plazo. Se ha observado que un sector público excesivamente grande —que, con frecuencia, se identifica con un gran volumen de gasto total en relación con el PIB— puede afectar negativamente al crecimiento del producto distorsionando la eficiencia de la asignación de los recursos. En este contexto, es importante señalar que, en varios países de ECO (la República Checa, Letonia, Hungría, Polonia y Eslovenia), las ratios de gasto total son superiores al 40%, cifra relativamente alta en relación con las que registran países con niveles de desarrollo comparables. Además, cuatro de estos países (la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia) todavía se encuentran en una situación de déficit excesivo. En cuanto al desarrollo del sector financiero, un amplio consenso en la literatura sugiere que la profundización de los mercados financieros se relaciona con el crecimiento económico a través del fomento de la acumulación de capital y de un impacto positivo sobre el ritmo de crecimiento de la productividad.

El resto del artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se presenta un breve resumen del crecimiento del producto y de la convergencia real registrados por los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental desde mediados de la dé-

cada de los noventa y se examinan las contribuciones de la productividad del trabajo, del capital y del total de los factores al crecimiento de la renta per cápita, preparándose así el terreno para los análisis más detallados de la evolución reciente del mercado de trabajo y de la inversión, que figuran en las secciones 3 y 4. En la sección 5 se presentan las conclusiones y se identifican los principales desafíos a los que se enfrentan estos países en relación con el avance en el proceso de convergencia real.

2 PROGRESO EN LA CONVERGENCIA REAL

Tras el abrupto final de los sistemas de planificación centralizada en Europa central y oriental a finales de la década de los ochenta, el producto cayó en picado en la mayoría de estos países. Aunque los datos correspondientes al primer quinquenio de los años noventa son, en su mayoría, poco fiables y deben considerarse con gran cautela, el cuadro 1 indica que las pérdidas de producto en esos países entre 1991 y 1995 variaron significativamente, siendo los Estados bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) los que registraron las caídas más acusadas.

A partir de 1996, el crecimiento del PIB real repuntó en casi todos los países, como consecuencia de los avances en la estabilización macroeconómica y la adopción de una amplia gama de reformas

Cuadro 1 Tasas de crecimiento del PIB real

(tasa media de variación interanual)

	1991-1995	1996-2000	2001-2005
Bulgaria	-2,6	-0,8	5,0
República Checa	-1,0	1,5	3,3
Estonia	-6,2	5,6	7,3
Letonia	-11,8	5,4	7,8
Lituania	-10,0	4,2	7,7
Hungría	-2,4	4,0	4,1
Polonia	2,2	5,1	2,9
Rumanía	-2,1	-1,3	5,9
Eslovenia	-0,6	4,4	3,4
Eslovaquia	-1,7	3,7	4,8
Total ECO	-1,0	3,5	3,9
Zona del euro	1,5	2,8	1,5

Fuente: Cálculos del BCE, basados en Total Economy Database, del Groningen Growth and Development Centre (GGDC), mayo del 2006.

Cuadro 2 PIB per cápita en términos de paridad del poder adquisitivo

(zona del euro = 100)

	1995	2000	2005	2005-1995 ¹⁾
Bulgaria	27,8	24,8	31,3	3,5
República Checa	63,6	60,6	67,3	3,7
Estonia	29,8	35,9	49,7	19,9
Letonia	25,7	30,8	43,8	18,1
Lituania	30,4	33,3	46,1	15,7
Hungría	46,6	50,8	59,2	12,6
Polonia	36,6	41,4	45,1	8,5
Rumanía	29,0	24,2	30,3	1,3
Eslovenia	64,0	69,5	77,1	13,1
Eslovaquia	42,0	44,1	52,1	10,0
Total ECO	38,1	39,3	45,5	7,4

Fuente: Cálculos del BCE, basados en Total Economy Database, del GGDC, mayo del 2006.

1) Variación en puntos porcentuales.

estructurales e institucionales⁴. Bulgaria y Rumanía constituyen dos notables excepciones, debido al hecho de que los profundos cambios estructurales asociados al proceso de transición tuvieron lugar más tarde que en los demás países de ECO. En el período comprendido entre los años 1996 y 2000, el crecimiento del producto fue especialmente vigoroso en Estonia, Letonia, Lituania, Polonia y Eslovenia, y algo menos dinámico en Hungría y Eslovaquia. La recuperación más lenta se observó en la República Checa, debido, en gran medida, a la recesión que siguió a la crisis financiera de 1997. En el período siguiente, entre el 2001 y el 2005, el crecimiento del PIB real se aceleró en todos los países de ECO, salvo en Polonia y Eslovenia que, a pesar de todo, continuaron registrando tasas de crecimiento más elevadas que la zona del euro.

El hecho de que los países de ECO registraran un crecimiento relativamente sólido en relación con la zona del euro también se tradujo en algunos avances en el proceso de convergencia real.

Mientras que los niveles de renta per cápita de todos los países de ECO han aumentado en comparación con la zona del euro en la última década, en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA) siguieron situándose, en promedio, por debajo del 50% del nivel de la zona del euro en el 2005 (véase cuadro 2), si bien se observaron algunas diferencias relevantes entre unos países y otros. En ese año, el nivel de renta per cápita de Eslovenia fue de alrededor del 77% de la media de la zona del euro, mientras que en Bulgaria y Rumanía se situó en torno al 30%. Además, el ritmo de convergencia de los niveles de renta per cápita difiere significativamente de unos países a otros. Mientras que, en la última década, los Estados bálticos han alcanzado notables progresos en la convergencia real con la zona del euro, en Rumanía, los niveles de renta per cápita en el 2005 eran tan sólo algo más elevados que diez años atrás. Con la excepción de Bulgaria y Rumanía, los países que tenían las rentas per cápita más bajas en 1995 registraron las tasas de crecimiento del producto más elevadas en los diez años siguientes (véase cuadro 1).

ANÁLISIS DE LAS TRAYECTORIAS DE CONVERGENCIA REAL

Como se indicó anteriormente, los países de ECO todavía se caracterizan por registrar divergencias muy grandes con la zona del euro respecto a sus niveles de PIB per cápita. Para entender mejor la naturaleza de esas divergencias, se examinan a continuación las diferencias existentes entre los países de ECO y la zona del euro en materia de productividad y utilización del factor trabajo⁵.

Como puede observarse en el gráfico 1, todos los países de ECO mejoraron la productividad relativa del factor trabajo en comparación con la zona del euro entre 1995 y el 2005, aunque la brecha sigue siendo todavía bastante significativa.

La utilización del factor trabajo, definida como la proporción de la población total que está empleada, fue notablemente menor en Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía y Eslovaquia que en la zona del

4 Las elevadas tasas de crecimiento reflejan también un «efecto base» causado por la acusada caída inicial del producto.

5 Más concretamente, el PIB per cápita se desagra conforme a la siguiente fórmula:

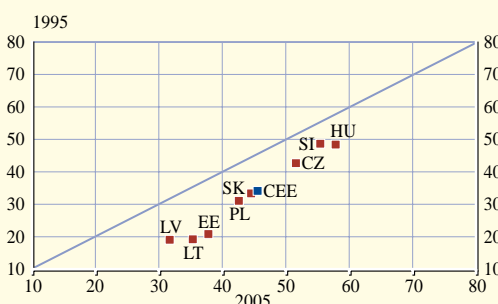
$$\frac{PIB}{POB} = \frac{EMP}{POP} * \frac{PIB}{EMP} = \frac{EMP}{POP} * \frac{THT}{EMP} * \frac{PIB}{THT}$$

utilización del trabajo productividad del trabajo por trabajador utilización del trabajo (horas trabajadas) productividad del trabajo por horas

siendo PIB el producto interior bruto, POP la población, EMP el empleo total y THT el total de horas trabajadas.

Gráfico 1 Niveles de productividad relativa del trabajo por hora trabajada

(zona del euro = 100)

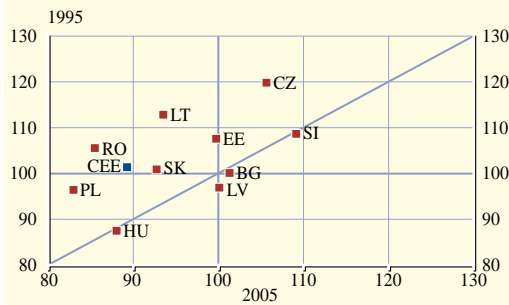


Fuente: Cálculos del BCE, basados en Total Economy Database, del GGDC, mayo del 2006.

Nota: No se dispone de datos para Bulgaria ni Rumanía.

Gráfico 2 Utilización del factor trabajo

(zona del euro = 100)



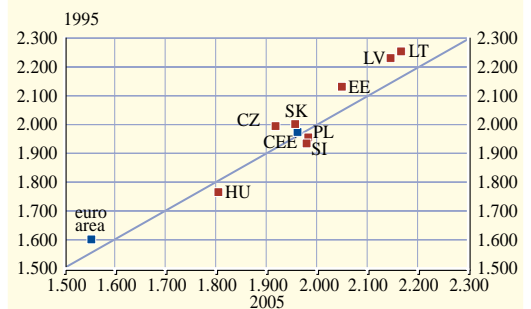
Fuente: Cálculos del BCE, basados en Total Economy Database, del GGDC, mayo del 2006.
Nota: La utilización del factor trabajo se define como la razón entre el empleo total y la población total.

euro en el 2005 (véase gráfico 2). Cabe señalar que, desde 1995, la utilización total del factor trabajo se ha reducido en la mayoría de los países de ECO, salvo en Bulgaria, Letonia, Hungría y Eslovenia, pero, incluso en estos últimos países, el incremento ha sido mínimo y, en el caso de Hungría, la utilización del factor trabajo es todavía muy baja.

Por lo que se refiere al número medio de horas trabajadas, las personas empleadas en la mayoría

Gráfico 3 Número medio de horas anuales trabajadas por persona empleada

(zona del euro = 100)

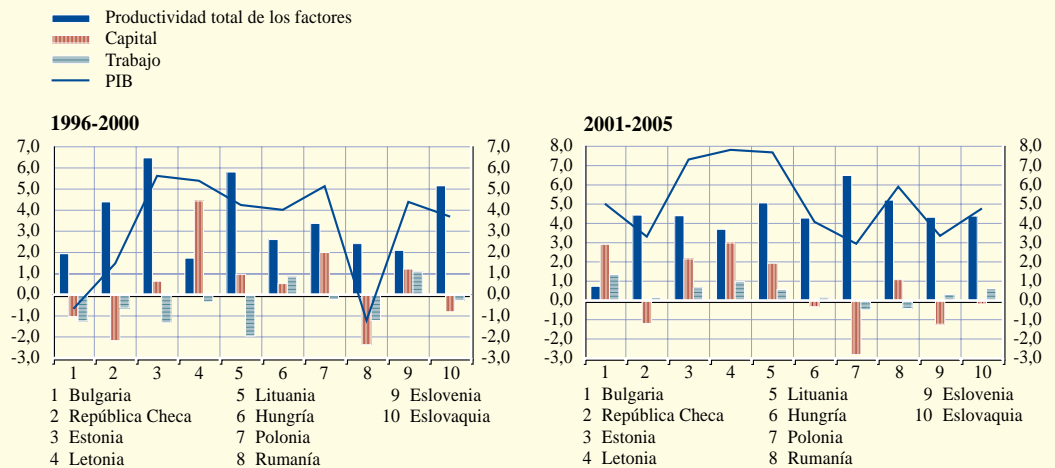


Fuente: Cálculos del BCE, basados en Total Economy Database, del GGDC, mayo del 2006.
Nota: El agregado ECO no incluye Bulgaria ni Rumanía, debido a limitaciones de los datos.

de los países de ECO (especialmente en los Estados bálticos) parecen trabajar muchas más horas que sus homólogos de la zona del euro (véase gráfico 3). Probablemente esto se debe a diferencias en la reglamentación de los mercados de productos y trabajo (por ejemplo, los establecimientos comerciales tienen horarios de atención al público más largos en los países de ECO que en la zona del euro; las diferencias en la jornada semanal estándar o el nivel relativamente alto de los costes

Gráfico 4 Contribución de la productividad total de los factores, capital y trabajo al crecimiento medio del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE, basados en Total Economy Database, del GGDC, mayo del 2006.
Nota: Stock de capital estimado mediante el método del inventario permanente (véase O. Arratibel et al.: «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach»).

laborales no salariales que se observan en los países de ECO juegan a favor de tener menos empleados que trabajan jornadas más largas); también podría deberse a las distintas preferencias en materia de trabajo y ocio y al hecho de que en los países de ECO la proporción de contratos a tiempo parcial es relativamente menor que en la zona del euro.

Además de analizar las diferencias en los niveles de PIB per cápita entre los países de ECO y la zona del euro, resulta útil investigar las variaciones del PIB per cápita. Como las cifras de población se han mantenido relativamente estables en la mayoría de los países a lo largo de la última década, dichas variaciones pueden calcularse utilizando como variable sustitutiva el crecimiento del PIB real⁶.

Entre 1996 y el 2005, el aumento de la productividad total de los factores (TFP) supuso una contribución muy significativa al crecimiento del PIB en todos los países de ECO, con la excepción de Letonia en el período comprendido entre 1996 y el 2000, y de Bulgaria entre el 2001 y el 2005 (gráfico 4)⁷. Sin embargo, puede haberse sobreestimado la magnitud exacta de esta contribución en la medida en que el capital y el trabajo están subestimados (debido, por ejemplo, a la elevada tasa de depreciación supuesta o al empleo no registrado). El proceso de transición —que conlleva privatizacio-

nes, reestructuración, aumento de la competencia, desregulación de los mercados de productos y de trabajo, apertura de los mercados al comercio internacional, entrada de inversión directa extranjera (IDE), transferencias de tecnología, etc.— requería un uso más eficiente de los consumos intermedios empleados en la producción y una mejora de las prácticas gerenciales, dos elementos que abarca la productividad total de los factores. Al mismo tiempo, en la mayoría de los países de ECO, la contribución del trabajo al crecimiento del PIB real fue muy limitada o incluso negativa, lo que, hasta cierto punto, refleja el proceso de reestructuración económica⁸.

6 El crecimiento medio del PIB real y el PIB real per cápita es casi idéntico para la mayoría de los países de ECO, con la excepción de Bulgaria, Estonia y Letonia, en donde, debido a un descenso de la población, el crecimiento del PIB per cápita es significativamente mayor que el del PIB real.

7 Para calcular el aumento de la productividad total de los factores, se supone que el producto viene dado por una función de producción Cobb-Douglas, en la que K es el stock de capital, EMP la oferta de trabajo y α y $(1-\alpha)$ los porcentajes del PIB que representan el capital y el trabajo, respectivamente. De conformidad con la literatura sobre crecimiento, se supone que $\alpha=0,35$.

8 Los resultados anteriores los corroboran ampliamente otros estudios en los que se han realizado ejercicios similares para los países de ECO (P. Doyle et al., «Real convergence to EU income levels: Central Europe from 1990 to the long term», IMF Working Paper, WP/01/146, 2001; European Commission, «Catching up, growth and convergence of the new Member States», 2004; FMI, «Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union – a Regional Review», 2006).

Cuadro 3 Algunos indicadores del mercado de trabajo

(porcentajes)

	Tasa de ocupación		Tasa de paro		Tasa de actividad	
	1997 ¹⁾	2006	1997 ¹⁾	2006	1997 ¹⁾	2006
Bulgaria	n.a.	58,3	n.a.	9,2	n.a.	64,2
República Checa	68,6	65,2	4,8	7,4	72,0	70,4
Estonia	65,3	68,0	10,5	6,2	73,0	72,5
Letonia	59,7	65,9	14,2	7,2	69,6	71,1
Lituania	62,3	63,6	13,6	6,0	72,2	67,6
Hungría	52,0	57,2	9,0	7,5	57,1	61,8
Polonia	58,8	54,1	11,2	14,6	66,2	63,3
Rumanía	67,2	59,3	6,0	7,6	71,5	64,1
Eslovenia	62,8	66,8	6,8	6,2	67,4	71,2
Eslovaquia	60,6	59,2	12,6	13,8	69,3	68,7
Total ECO	n.a.	58,2	n.a.	10,5	n.a.	65,0
Zona del euro	58,2	64,1	11,8	8,8	65,9	70,3

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de Letonia, Lituania y Eslovaquia se refieren a 1998.

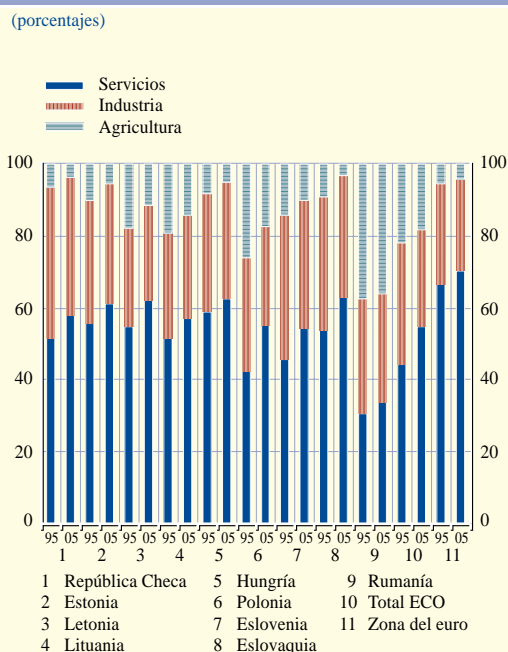
3 EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO

En esta sección se analiza, en primer lugar, la evolución de los mercados de trabajo y, a continuación, se examina el problema de los desajustes en la cualificación en los países de ECO. Considerando el comportamiento de dichos mercados durante el período comprendido entre 1997 y el 2006, la situación es más bien heterogénea. La tasa de ocupación se redujo en la República Checa, Polonia, Rumanía y Eslovaquia (véase cuadro 3). Este descenso se asoció también con un incremento de la tasa de paro y una caída de las tasas de actividad. En cambio, en algunos otros países de ECO, como Hungría, Eslovenia y los Estados bálticos, el comportamiento del mercado de trabajo fue más alentador, registrándose de forma sostenida un aumento de las tasas de ocupación y un descenso de las tasas de paro desde 1997. Las tasas de actividad aumentaron en Hungría y Eslovenia, en particular. Centrando la atención en la evolución más reciente se observa que la mayoría de los países de la región experimentaron notables mejoras en sus mercados de trabajo. Las tasas de ocupación se incrementaron en todos los países en el 2006 y, con la excepción de Hungría y Eslovenia, todos registraron descensos de las tasas de paro.

Sin embargo, los indicadores mencionados apuntan, en general, a un comportamiento relativamente débil de los mercados laborales de ECO en comparación con la media de la zona del euro. En particular, la brecha que existe entre aquellos países y la zona del euro en su conjunto en materia de tasas de ocupación fue negativa en el 2006. Sólo tres países —Estonia, Letonia y Eslovenia— registraron tasas de ocupación más altas que la zona del euro.

Hasta cierto punto, esta evolución del mercado de trabajo refleja el proceso de reestructuración económica al que se enfrentaron los países de ECO en la última década. En todos estos países aumentó la participación del sector servicios a expensas de los sectores agrícola e industrial. Sin embargo, en comparación con la zona del euro, la agricultura y la industria todavía proporcionan un porcentaje superior del empleo (véase gráfico 5); en el 2005,

Gráfico 5 Desagregación del empleo por grandes sectores económicos, 1995-2005



Fuente: Eurostat.
Notas: No se dispone de datos sobre desagregación del empleo por sectores para Bulgaria y, en el caso de Rumanía, el último año para el que existen datos disponibles es el 2002. El agregado ECO no incluye Bulgaria; el agregado del año 2005 se basa en los datos de Rumanía correspondientes al 2002.

el porcentaje de personas empleadas en la agricultura se situaba entre menos del 4% en la República Checa y Eslovaquia y más del 36% en Rumanía. Estos porcentajes son más bajos que los registrados hace diez años, pero en una gran mayoría de países siguen siendo significativamente más altos que la media del 4,3% observada en la zona del euro en el mismo año. La proporción del empleo en la industria también se mantuvo en niveles más altos que en la zona del euro en todos los países del grupo. En cuanto al sector servicios, dicha proporción sigue siendo pequeña en los países de ECO en comparación con la zona del euro, pero va aumentando gradualmente.

DESAJUSTES EN LOS MERCADOS LABORALES

El cambio estructural en la composición del producto y el empleo en los países de ECO que trajo consigo el proceso de transición se asoció con un cambio en la composición de la población activa

por niveles de cualificación y conocimientos. Esto conlleva, con frecuencia, un aumento de los desajustes entre la demanda de trabajadores más cualificados y la oferta de mano de obra menos cualificada, que, efectivamente, reduce la oferta total de trabajo y crea, posiblemente, obstáculos para el crecimiento. La elevada, y en algunos casos creciente, proporción del número total de parados con estudios de nivel primario y secundario en los países de ECO (véase cuadro 4) refleja también el hecho de que la transición económica ha dado lugar a una destrucción de empleo y a una reubicación de puestos de trabajo, en virtud de las cuales se ha destruido empleo en las ramas industriales de baja productividad y se ha creado en las de productividad más alta y en un sector servicios subdesarrollado⁹.

En los países de ECO la información más detallada sobre los desajustes en la educación tiende a ser específica para cada país y no se dispone de ella en todos los casos. Sin embargo, para mejorar los resultados del mercado de trabajo sería necesario, en todos estos países, proporcionar oportunidades de formación a los trabajadores desplazados y, con carácter más general, mejorar la capacidad de los sistemas educativos para que puedan hacer frente —tanto en términos cualitativos como en términos cuantitativos— a una creciente demanda de mayor cualificación.

Los actuales desajustes en materia de cualificación podrían verse afectados por la creciente migración de trabajadores de ECO a algunos de los otros países de la UE tras la apertura de sus mercados de trabajo¹⁰. Dado que, normalmente, son los trabajadores jóvenes y cualificados los que muestran mayor propensión a emigrar, el aumento de las migraciones este-oeste dentro de la UE, por muy beneficioso y deseable que sea, en general, en términos económicos, podría agravar temporalmente los desajustes del mercado de trabajo de algunos países de ECO. Al mismo tiempo, los conocimientos que estos trabajadores adquieren en el extranjero podrían contribuir al crecimiento de la productividad en el largo plazo, ya que la gran proporción de las migraciones que se están produciendo actualmente son de carácter temporal.

Cuadro 4 Tasas de paro por niveles de educación, 2006

(porcentajes; edades comprendidas entre 15 y 64 años)

	Primaria	Secundaria	Terciaria
Bulgaria	20,5	7,7	3,8
República Checa	24,9	6,3	2,5
Estonia	13,3	6,2	4,1
Letonia	19,9	6,0	2,7
Lituania	11,1	6,5	2,4
Hungría	16,2	6,6	2,6
Polonia	24,9	15,2	5,5
Rumanía	9,0	7,7	3,1
Eslovenia	8,5	6,5	3,0
Eslovaquia	47,9	12,1	3,0
Zona del euro	11,4	8,0	5,0

Fuente: Eurostat.

4 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN

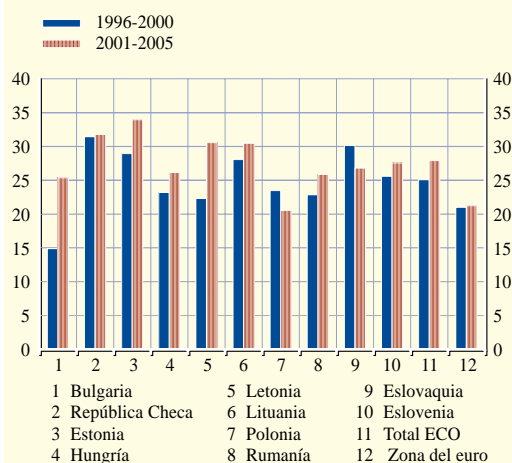
En esta sección se analizan las tendencias recientes y los principales factores determinantes de la acumulación de capital físico en los países de ECO. A continuación, se revisan algunas cuestiones relacionadas con la acumulación de capital humano. Finalmente, se examina el papel de la inversión directa extranjera en el proceso de convergencia. Junto con el comportamiento de los mercados de trabajo, el crecimiento de la inversión también desempeñará probablemente un papel destacado en el proceso de convergencia de los países de ECO. Se prevé que tendrá un impacto de primer orden en el crecimiento potencial, no sólo porque aumentará la disponibilidad de capital, sino también por su posible efecto sobre el crecimiento de la productividad fomentando la innovación y mejorando la distribución internacional de conocimientos. Entre los años 1996 y 2005, el porcentaje del PIB que representaba la inversión fue mayor en la mayoría de los países de ECO que en la zona del euro (véase gráfico 6). Ello podría explicarse por la relativa escasez de capital en

9 Véase un análisis empírico de los desajustes en la cualificación y de la movilidad intersectorial en A. Lamo, J. Messina y E. Wasmer, «Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement», Working Paper n.º 585 del BCE, febrero del 2006.

10 Véase F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», Occasional Paper n.º 52 del BCE, octubre del 2006.

Gráfico 6 Formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB

(porcentajes; medias anuales)



Fuente: Eurostat.

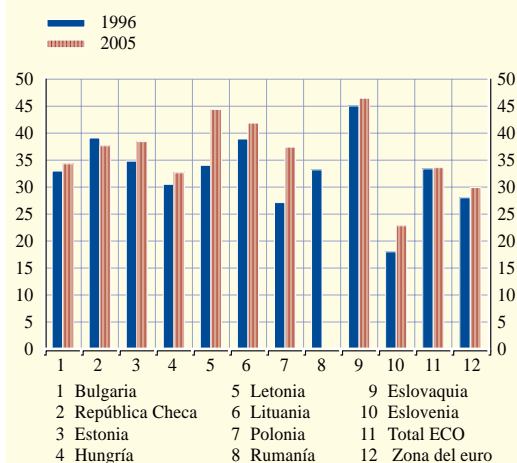
ECO en comparación con la zona del euro, lo que supone que, para lograr la convergencia, habría que alcanzar ratios de inversión elevadas.

Entre 1996 y el 2005 (véase gráfico 6) la evolución de las ratios de inversión con relación al PIB presenta grandes divergencias entre unos países y otros. En Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Rumanía y Eslovenia, las ratios de inversión aumentaron de forma acusada, hasta situarse entre el 25% y el 34%, en promedio, entre los años 2001 y 2005. En la República Checa, esta ratio se mantuvo estable en un nivel bastante elevado (33%), mientras que, en Eslovaquia, se redujo desde un nivel alto en el período comprendido entre 1996 y el 2000 hasta un 26% en el período comprendido entre el 2001 y el 2005. Por último, en Polonia, la ratio de inversión volvió a reducirse, desde un nivel ya relativamente bajo, hasta el 20% en ese mismo período.

Dos son los principales factores determinantes de las ratios de inversión por el lado de la oferta: la rentabilidad y el coste del capital. Por lo que respecta a los indicadores de rentabilidad, aunque la teoría sugiere que, a efectos de las decisiones de inversión, lo que realmente importa es la rentabilidad futura esperada, en los trabajos empíricos, a

Gráfico 7 Excedente bruto de explotación como porcentaje del PIB

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: La media de ECO correspondiente al 2005 no incluye Rumanía.

menudo se utilizan las cifras actuales de rentabilidad como variable sustitutiva. Tomando como base los datos de las cuentas nacionales, se calculó el porcentaje de beneficios (es decir, la ratio entre el excedente de explotación y el PIB) correspondiente a ECO (véase gráfico 7).

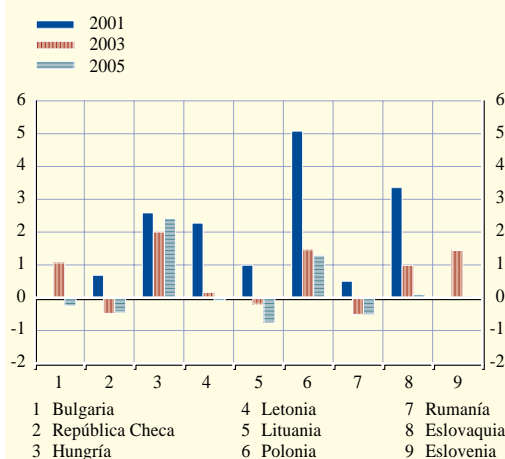
La proporción que representan los beneficios aumentó en la mayoría de los países de ECO entre 1996 y el 2005, situándose entre el 23% de Eslovenia y el 46% de Eslovaquia en 2005. La creciente rentabilidad de las inversiones en estos países probablemente haya contribuido a la acumulación de capital.

Por lo que respecta al coste del capital, la medida más sencilla contiene tres elementos principales: los costes financieros derivados de la propiedad del *stock* de capital, las variaciones del precio de dicho *stock* y las pérdidas como consecuencia de su depreciación¹¹.

¹¹ El coste del capital en los países de ECO puede calcularse utilizando la fórmula $C_k = \frac{PI \cdot (R - d \log(PI) + \delta)}{PGDP}$, siendo C_k el coste real del capital, R el tipo de interés nominal a largo plazo, PI el deflactor de la inversión, $d \log(PI)$ la variación esperada de dicho deflactor, δ la tasa de depreciación física del capital y $PGDP$ el deflactor del PIB. La ventaja que presenta esta fórmula es que puede aplicarse fácilmente a los datos macroeconómicos; el inconveniente es que no toma en consideración el coste del capital en forma de acciones y participaciones ni las variaciones de los impuestos.

Gráfico 8 Coste real del capital en los países de ECO - diferencial respecto a la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: En los casos de Bulgaria y Eslovenia no se dispone de datos para el año 2001. No se han calculado costes reales del capital para Estonia, debido a la falta de datos comparables sobre tipos de interés a largo plazo (véanse también notas 11 y 12 del texto principal).

Los cálculos realizados para el período comprendido entre los años 2001 y 2005 indican que la brecha existente entre el coste del capital en los países de ECO y la zona del euro se redujo inicialmente en todos los países del primer grupo, aunque volvió a aumentar ligeramente en Hungría en el 2005 (véase gráfico 8)¹². Si bien dicho coste se redujo tanto en la zona del euro como en los países de ECO entre el 2001 y el 2005, la reducción fue mayor en estos últimos.

El motivo principal de la caída general del coste del capital fue el descenso de los costes del endeudamiento, para cuyo cálculo, en este artículo, se han utilizado los tipos de interés a largo plazo como variable sustitutiva. El estrechamiento del diferencial de tipos de interés a largo plazo con respecto a los de la zona del euro reflejó, en gran medida, la reducción de las primas de riesgo país como consecuencia de la menor incertidumbre macroeconómica, que, a su vez, fue resultado del proceso de convergencia nominal de los países de ECO con la zona del euro. Concretamente, el proceso de desinflación en varios de esos países fue un factor determinante en la disminución de los tipos de interés a largo plazo. Además, los costes

del endeudamiento se vieron afectados por el desarrollo de la competencia y la eficiencia en el sector bancario¹³. Sin embargo, en conjunto, es probable que la reducción del coste del capital en general y la caída de los costes del endeudamiento en particular hayan favorecido el crecimiento de la inversión en los países de ECO.

De cara al futuro, el alto grado de convergencia del coste del capital en los países de ECO con los niveles de la zona del euro sugiere que el estímulo adicional para el crecimiento de la inversión que cabría esperar de un nuevo descenso de dicho coste no será tan elevado. No obstante, la experiencia en algunos de esos países ha demostrado que este proceso de convergencia puede revertirse si no se persevera en la aplicación de políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad. En particular, el hecho de que el coste del capital siga siendo comparativamente alto en algunos de los países más grandes de ECO (especialmente en Hungría y Polonia) puede asociarse, entre otros factores, a la incertidumbre que despiertan en los mercados los desequilibrios presupuestarios.

ENTORNO INSTITUCIONAL

Además de los factores analizados anteriormente, factores institucionales como la reglamentación de los mercados de productos podrían influir también significativamente en el ritmo de acumulación de capital. Alesina y otros presentan en un estudio contundente evidencia empírica según la cual la reducción de las barreras de entrada puede traducirse en una mayor acumulación de capital¹⁴.

Desafortunadamente, no existe una forma normalizada de medir la carga regulatoria de un país dado, y todas las medidas utilizadas para comparar la reglamentación que se aplica en los distintos países deben considerarse con la debida cautela. Una forma de realizar esa medición es comparan-

12 Debido a las limitaciones de los datos, no se calcularon costes de capital anteriores al 2001.

13 Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2006.

14 A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti y F. Schiantarelli, «Regulation and Investment», NBER Working Paper n.º 9560, National Bureau of Economic Research, 2003.

do la carga administrativa que soportan los países de ECO y la zona del euro basándose en los indicadores publicados por el Instituto Fraser (véase cuadro 5). La conclusión provisional que puede extraerse es que el clima empresarial en los países de ECO ha mejorado notablemente en los últimos años; sin embargo, en promedio, no alcanza todavía el nivel de los países de la zona del euro, lo que significa que, en los países de ECO, las nuevas empresas chocan en general con una carga administrativa mayor que sus homólogos de la zona del euro. No obstante, se aprecian diferencias significativas entre unos países y otros. Estonia y Hungría, en particular, parecen apartarse de la norma. En ambos casos, cuatro de siete indicadores apuntan a la existencia de un clima más favorable a la actividad empresarial que en la zona del euro.

DOTACIÓN DE CAPITAL HUMANO

Si bien la acumulación de capital físico es una condición necesaria para que los países de ECO avancen en cualquier proceso de convergencia, igualmente importante es mejorar la eficiencia del uso del capital (y del trabajo). Una forma de aumentar la eficiencia en el uso de los factores de producción es invertir en «conocimiento», un término comúnmente utilizado para referirse a la inversión tanto en investigación y desarrollo (I+D) como en educación superior.

La adopción de tecnologías extranjeras ha desempeñado un papel de primer orden en el desarrollo de las economías de ECO. No obstante, la difusión de esas tecnologías exige contar con una fuerza laboral bien preparada, una red de científicos que puedan aplicarlas y perfeccionarlas, así como un clima empresarial favorable a la innovación. Además, la inversión en esos factores intangibles también es esencial para que los países de ECO ajusten su estructura de producción aumentando la proporción de bienes y servicios con mayor valor añadido.

Examinando las cifras de gasto público en educación de los países de ECO, expresadas como porcentaje del PIB, podría pensarse que la situación es bastante favorable, ya que este porcentaje es más alto que la media de la zona del euro en todos los países del grupo, salvo en Bulgaria, la República Checa, Rumanía y Eslovaquia. Además, en algunos de esos países (Bulgaria, Hungría y Polonia) ha aumentado significativamente con el tiempo (véase cuadro 6).

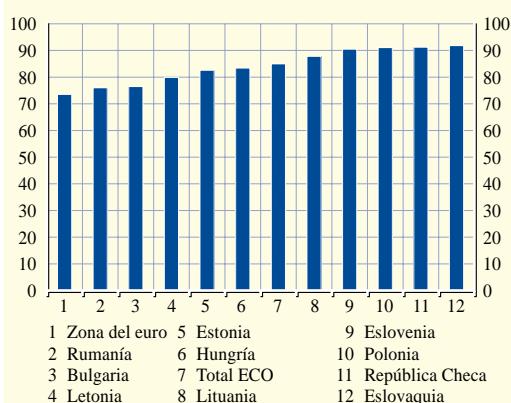
Otro indicador de la dotación de capital humano de los países de ECO es el porcentaje de la población con edades comprendidas entre los 20 y los 24 años que han concluido, como mínimo, los estudios de nivel secundario. En todos los países de ECO este porcentaje es superior a la media de la zona del euro y, en el 2005, la media de ECO se situaba en más de diez puntos porcentuales por

Cuadro 5 Indicadores del Instituto Fraser sobre carga administrativa en el 2004

	Controles de precios	Peso de la reglamentación	Tiempo burocracia estatal	Inicio nueva actividad	Pagos irregulares	Reglamentación empresarial	Reglamentación
Bulgaria	3	2,9	3,7	4,7	7,2	4,3	6,2
República Checa	7,0	3,1	8,8	5,0	6,3	6,0	6,4
Estonia	6,0	5,2	7,3	7,1	7,8	6,7	7,3
Hungría	6,0	3,2	9,7	6,5	7,3	6,6	7,3
Letonia	6,0	3,8	6,9	6,8	5,8	5,9	6,7
Lituania	6,0	3,1	6,3	5,8	6,9	5,6	6,4
Polonia	3,0	2,8	7,0	5,4	5,5	4,8	5,9
Rumanía	1	3,3	10,0	6,5	5,0	5,2	5,9
Eslovaquia	6,0	2,9	7,4	6,8	6,3	5,9	6,8
Eslovenia	4,0	2,9	6,3	4,9	7,8	5,2	6,3
Total ECO	4,8	3,3	7,3	5,9	6,6	5,6	6,5
Zona del euro	6,3	3,5	7,3	6,2	8,0	6,3	6,5

Fuente: Instituto Fraser.

Notas: Todos los índices varían entre 1 y 10, y cuanto mayor es el índice mejor es la reglamentación. Las zonas sombreadas representan aquellos parámetros en los que un país alcanza o sobrepasa la media de la zona del euro.

Gráfico 9 Porcentaje de población con edades comprendidas entre 20 y 24 años con, al menos, educación secundaria en el 2005

Fuente: Eurostat.

encima del nivel de la zona del euro (véase gráfico 9). Este porcentaje, relativamente alto, sugiere que los países de ECO cuentan con un buen potencial para desarrollar actividades intensivas en conocimientos. No obstante, todavía hay margen para mejorar la capacidad de respuesta de la educación a la demanda de los mercados en estos países¹⁵.

Por lo que respecta a la inversión en I+D, el gasto bruto por este concepto (expresado como porcentaje del PIB) en el 2004 fue, en promedio, inferior a la mitad del registrado en la zona del euro. Sin embargo, en los últimos años, el gasto en I+D ha

aumentado notablemente en varios países de la región (véase cuadro 7).

El nivel relativamente bajo de gasto en I+D y el reducido número de patentes registradas en los países de ECO pueden explicarse, en parte, examinando las fuentes de financiación de las actividades de I+D en estos países. En el año 2000, el sector industrial ya desempeñaba, en promedio, un papel menor en la financiación de esas actividades en los países de ECO (39% del gasto total en I+D) que en la zona del euro (alrededor del 57%). El porcentaje correspondiente al sector industrial en los países de ECO se redujo hasta el 36%, aproximadamente, en el 2003, mientras que, en la zona del euro, se mantuvo estable en torno al 56%. La participación relativamente baja del sector industrial puede atribuirse al hecho de que, en los países de ECO, el sector orientado a la exportación está dominado por empresas extranjeras que, con frecuencia, prefieren desarrollar la mayoría de sus actividades de I+D en sus países de origen. Al mismo tiempo, el sector nacional de pequeñas y medianas empresas (PYME) carece a menudo de los medios necesarios para financiar sus actividades de I+D. Así pues, parecería que una mayor participación del sector de PYME en dichas actividades, junto con unas mejo-

15 Véase, por ejemplo, H. Feldmann, «How flexible are labour markets in the EU accession countries Poland, Hungary and the Czech Republic?», *Comparative Economic Studies*, vol. 46, n.º 2, 2004.

Cuadro 6 Gasto público total en educación como porcentaje del PIB

	1996	2003	2003-1996 ¹⁾
Bulgaria	2,60	4,24	1,64
República Checa	4,68	4,51	-0,17
Estonia	6,05	5,43	-0,62
Letonia	5,14	5,32	0,18
Lituania	5,18	5,18	0,00
Hungría	4,51	5,85	1,34
Polonia	4,67	5,62	0,95
Rumanía	-	3,44	-
Eslovenia	-	6,02	-
Eslovaquia	4,53	4,34	-0,19
Total ECO	4,67	5,00	0,33
Zona del euro	-	5,02	-

Fuente: Eurostat.

1) Variación en puntos porcentuales.

Cuadro 7 Gasto bruto en investigación y desarrollo como porcentaje del PIB

	1996	2004	2004-1996 ¹⁾
Bulgaria	0,52	0,51	-0,01
República Checa	0,97	1,26	0,29
Estonia	-	0,88	-
Letonia	0,42	0,42	0,00
Lituania	0,50	0,76	0,26
Hungría	0,65	0,88	0,23
Polonia	0,65	0,56	-0,09
Rumanía	-	0,39	-
Eslovenia	1,35	1,45	0,10
Eslovaquia	0,92	0,51	-0,41
Total ECO	0,75	0,76	0,01
Zona del euro	1,90	1,89	-0,01

Fuente: Eurostat.

1) Variación en puntos porcentuales.

res oportunidades de financiación, sería beneficiosa para las perspectivas de crecimiento a largo plazo de los países de ECO.

Si bien la participación del Estado puede desempeñar un papel importante para apoyar a las PYME innovadoras, la solución al aparente problema que plantea la financiación de las actividades de I+D es más compleja. Tradicionalmente, una porción determinada de esa financiación compete al Estado, concretamente, la financiación de la investigación básica, cuya rentabilidad es sumamente imprevisible. Sin embargo, en el caso de la investigación aplicada, la participación del Estado a menudo distorsiona los incentivos económicos y, además, el sector público carece de los conocimientos necesarios para seleccionar los proyectos más viables desde el punto de vista comercial. Así pues, la clave del éxito está no sólo en incrementar el gasto bruto en I+D como porcentaje del PIB, sino también en garantizar la asignación más eficiente de los recursos, lo que, a su vez, requiere un buen funcionamiento de los mercados financieros. Por consiguiente, ofrecer a dichos mercados y, de forma más general, al sector empresas los incentivos apropiados para participar en las actividades de I+D parece ser el medio principal para aumentar el potencial de innovación de los países de ECO.

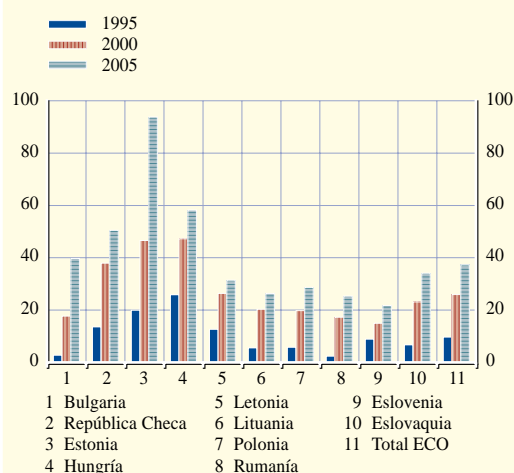
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA

La inversión directa extranjera (IDE) desempeña un papel importante en el proceso de convergencia real de los países de ECO. En teoría, puede considerarse que la IDE favorece la inversión y el crecimiento básicamente de dos maneras. Por una parte, actúa como catalizador del progreso tecnológico y estimula la productividad por medio de las externalidades derivadas de la tecnología y el conocimiento. Por la otra, proporciona recursos financieros y facilita, por ende, la acumulación de capital.

Los países de ECO han recibido elevados flujos de IDE desde las primeras etapas de la transición. Las entradas de IDE ascendieron en promedio a casi el 5% del PIB entre los años 1995 y 2005, aunque el perfil varió acusadamente de unos países a otros. En conjunto, las entradas de IDE en los países de ECO siguieron siendo notables a lo

Gráfico 10 Saldos de inversión directa recibida del exterior

(porcentaje del PIB)



Fuente: Base de datos WIIW del Instituto de Estudios Económicos Internacionales de Viena.

largo de la última década, ascendiendo en el 2005 al 4,8% del PIB (26 mm de euros).

En consonancia con las fuertes entradas de IDE, los volúmenes recibidos han ido creciendo rápidamente en la mayoría de los países de ECO (véase gráfico 10). El saldo de IDE recibida en estos países ascendió al 37% del PIB (211 mm de euros) en el 2005. Estonia registró la mayor acumulación de IDE (más del 90% del PIB), seguida de Hungría y la República Checa. En Letonia, Lituania, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia, las entradas de IDE fueron más moderadas, lo que se tradujo en volúmenes de IDE recibidos inferiores a la media de ECO. Eslovenia fue el país que registró el menor volumen (22% del PIB en el 2005).

Varios factores han configurado la acumulación de IDE en los países de ECO, siendo las perspectivas de adhesión a la UE y los procesos de privatización algunos de los principales factores determinantes. Las privatizaciones resultaron especialmente importantes en los años noventa. De hecho, las diferencias en el calendario de privatizaciones y en el grado de apertura a la inversión extranjera ayudan a explicar las divergencias que se observan en los volúmenes de IDE según los países. Sin embargo, más reciente-

mente, otros factores determinantes de la IDE, como los costes de los factores, las dimensiones del mercado y la localización, la estabilidad política y macroeconómica general y las políticas de IDE han cobrado mayor importancia, dado que las privatizaciones desempeñan un papel cada vez menor como fuente de IDE, mientras que la constitución de nuevas empresas o plantas (la llamada *greenfield FDI*) está adquiriendo cada vez más importancia, tanto en términos relativos como absolutos, respecto al panorama general que presenta este tipo de inversiones.

5 CONCLUSIÓN

Tras la severa recesión económica que siguió a la caída de los sistemas de planificación central en los países de ECO a principios de la década de los noventa, estos países se embarcaron en una trayectoria de rápido crecimiento. Como resultado, todos ellos han conseguido converger, en términos de su renta per cápita, con los niveles de la zona del euro, aunque, en algunos casos, la brecha sigue siendo bastante notable. Las reformas estructurales e institucionales, los planes de estabilización macroeconómica, las perspectivas de adhesión a la UE y la incorporación efectiva a la UE en mayo del 2004 estimularon la fuerte expansión. Las mejoras en la productividad del trabajo fueron el principal elemento determinante del proceso de convergencia, mientras que la utilización de este factor de producción se redujo en la mayoría de los países en cuestión.

El hecho de que todavía continúe el proceso de transición de la agricultura y la industria a los servicios tiene relación con el desajuste entre la oferta de trabajo y las vacantes disponibles en los países de ECO. Ello ha creado ya estrangulamientos en el mercado laboral en algunos países y sectores y, si no se hace frente al problema como es debido, probablemente dará lugar a un aumento de las presiones salariales y, en última instancia, a niveles más bajos de crecimiento y de convergencia real. Por lo que se refiere al capital, la mayoría de los países de ECO registraron aumentos de las ratios de inversión, impulsadas por el aumento de la rentabilidad y por una reducción del coste del capital, que, a su vez, reflejaba, sobre todo, el efecto de la convergencia nominal con la zona del euro y un incre-

mento de la competencia en los sectores bancarios de dichos países. En cuanto a la inversión en capital humano, los países de ECO presentan un panorama heterogéneo. Algunos indicadores de logros de la enseñanza muestran una situación favorable en relación con la zona del euro. Por el contrario, las cifras de gasto en I+D sugieren que estos países van muy a la zaga de la zona del euro.

Para garantizar que el rápido crecimiento económico de los países de ECO sea sostenible es imprescindible que estas economías adopten las medidas de política apropiadas en diversos ámbitos. En primer lugar, es esencial que traten de mejorar sus resultados presupuestarios poniendo en marcha planes de saneamiento de las finanzas públicas creíbles y lo suficientemente ambiciosos. Esas medidas, junto con la ejecución de una política monetaria creíble, son cruciales para garantizar las condiciones adecuadas para mantener el crecimiento sostenible y la convergencia. En segundo lugar, tienen que solucionar los problemas estructurales que afectan a sus mercados laborales. En este contexto, reviste particular importancia elevar la participación de la mano de obra y reducir los desajustes regionales y de cualificación. Por último, para garantizar la continuidad del proceso de acumulación de capital y el aumento de la inversión en I+D, estos países han de redoblar los esfuerzos para lograr que su entorno empresarial resulte más atractivo. A fin de acelerar el proceso de convergencia también parece esencial intensificar la inversión en capital humano. Muchas de las facetas de las políticas de estímulo del crecimiento antes mencionadas contribuirían también a garantizar una entrada continua de IDE que, a su vez, podría favorecer un proceso de convergencia más rápido en estos países. Además, la adopción de medidas encaminadas a incrementar la competencia en los mercados de productos sería igualmente importante para promover el crecimiento en el futuro.

En general, la convergencia real no es algo que pueda darse por sentado, como lo ha demostrado ya la experiencia de algunos otros Estados miembros de la UE, sino que exige un esfuerzo continuo para mejorar el lado de la oferta de la economía fomentando, al mismo tiempo, un entorno macroeconómico apropiado.

OPERACIONES DE RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS EN LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro

Durante la última década, se ha asistido a un incremento muy notable de las operaciones de recompra de acciones propias realizadas por empresas radicadas en los principales mercados. El presente artículo ofrece algunas consideraciones teóricas sobre las políticas de distribución de beneficios empresariales, así como una discusión de los motivos que podrían incentivar la recompra de acciones propias frente al reparto de dividendos a la hora de distribuir dichos beneficios. En el apartado empírico, se presentan unas estimaciones de las operaciones de reparto de dividendos y de recompra de acciones propias realizadas por empresas de la zona del euro. Los resultados empíricos del artículo sugieren que el reciente incremento de las operaciones de recompra de acciones obedece, en parte, a la rentabilidad excepcionalmente elevada obtenida por las empresas de la zona. Cabe asimismo la posibilidad de que parte del auge de estas operaciones guarde relación con la «hipótesis de la señalización», a saber, que el equipo directivo de una empresa podría utilizar la recompra de acciones propias como instrumento de señalización en los mercados de una futura mejora de sus beneficios y rentabilidad. Por último, la inversión de las empresas de la zona del euro que realizaron recompras de acciones propias en los últimos años ha sido menor, en promedio, que la de las empresas que no acometieron este tipo de operaciones. Si bien la causalidad entre la inversión y la recompra de acciones propias puede circular en ambas direcciones, del citado hecho se desprende la posible evidencia de que las operaciones de recompra de acciones se hayan convertido en un importante instrumento de las empresas de la zona del euro para distribuir flujos de caja excedentes durante los períodos en que escasean las oportunidades de inversión.

I INTRODUCCIÓN

Las grandes empresas bien consolidadas suelen distribuir un porcentaje importante de sus beneficios entre los accionistas. Puesto que la decisión de reparto de los fondos generados repercute, por ejemplo, en el volumen de inversión dedicado al crecimiento interno o externo de la empresa, la «política de distribución de beneficios» constituye un elemento integrante del proceso de toma de decisiones financieras en la empresa. La distribución de beneficios a los accionistas puede llevarse a cabo a través de dos canales prioritarios, a saber: el reparto de dividendos o la recompra de acciones propias —cuando la empresa adquiere a sus accionistas parte de las acciones previamente en circulación—. Aunque históricamente ha predominado el reparto de dividendos, la recompra de acciones se ha popularizado durante la última década como alternativa entre las empresas radicadas en los principales mercados, incluido el de la zona del euro.

El objetivo de este artículo es doble. En primer lugar, presenta los argumentos teóricos que la literatura académica ha aportado en relación con las políticas empresariales de distribución de beneficios, con especial atención a la recompra de acciones propias. En segundo lugar, ofrece los datos estadísticos disponibles para el período 1998-2005

de las operaciones de reparto de dividendos y de recompra de acciones propias de las empresas de la zona del euro¹.

El artículo se estructura del siguiente modo. La sección 2 presenta diversos argumentos teóricos en relación con las políticas empresariales de distribución de beneficios, señalando algunos motivos que podrían incentivar la recompra de acciones propias por parte de las empresas frente al reparto de dividendos. Asimismo, en esta sección se discuten las diferentes modalidades de recompra de acciones propias que pueden utilizar las empresas. La sección 3 aporta los datos estadísticos disponibles de los últimos años sobre el reparto de dividendos y la recompra de acciones propias de las empresas de la zona del euro, y evalúa el grado de concordancia existente entre esos datos y las predicciones de la teoría financiera. Además, se realiza un estudio de episodios orientado a conocer las respuestas del mercado financiero al anuncio de operaciones de recompra de acciones propias. Las conclusiones se presentan en la sección 4.

1 El tema de este artículo guarda relación con los de los artículos titulados «Características de la financiación empresarial en la zona del euro» y «Financiación e inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro», publicados en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2001 y mayo del 2001, respectivamente.

2 TEORÍA Y PRÁCTICA DE LA RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS

Se considera que las decisiones financieras estratégicas de una empresa dependen de cuatro componentes que, a su vez, se encuentran interrelacionados. El primero de ellos es el relativo a las decisiones sobre los proyectos de inversión que la empresa debería acometer. El segundo se refiere a las decisiones sobre la estructura de su capital, que determinan el grado de apalancamiento financiero que la empresa debería adoptar. El tercer componente engloba las decisiones sobre su fondo de maniobra, referidas a las cifras de liquidez y de capital circulante que suelen ser necesarias en la empresa. La política de distribución de beneficios constituye el cuarto y último componente, que determina el volumen de liquidez que, a juicio de la empresa, procede distribuir entre los accionistas. La presente sección analiza diversos conceptos teóricos relativos a las políticas de distribución de beneficios y ofrece una explicación detallada de los motivos que podrían incentivar la recompra de acciones propias frente al reparto de dividendos a la hora de remunerar a los accionistas. Asimismo, en esta sección se describen las modalidades de recompra de acciones propias que se observan en la práctica.

POLÍTICAS EMPRESARIALES DE DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS

A finales de los años cincuenta y principios de los sesenta, Modigliani y Miller publicaron una serie de artículos que han tenido una gran influencia en la teoría de las finanzas corporativas. El núcleo de estos artículos reside en la proposición de irrelevancia, es decir, que en un mundo sin impuestos, costes de transacción u otras imperfecciones del mercado, las decisiones financieras de una empresa no afectan a su valor². En el presente contexto, puede demostrarse que, bajo tales circunstancias, el valor de una empresa es independiente de su política de distribución de beneficios³.

No obstante, una parte de la literatura tradicional sobre finanzas ha sostenido que la política de distribución de beneficios sí afecta en realidad al valor de la empresa, ya que no se satisfacen los supuestos subyacentes en la hipótesis de la irrelevancia. En

particular, las diferencias de gravamen entre los dividendos y las ganancias de capital que perciben los accionistas pueden influir notablemente en las políticas empresariales de distribución de beneficios. De hecho, los dividendos suelen soportar un gravamen superior al de las ganancias de capital en la mayor parte de las economías. En consecuencia, si esta diferencia de gravamen es suficientemente amplia, la empresa podría decantarse por la retención de beneficios o la recompra de acciones propias en vez de por el reparto de dividendos, al objeto de minimizar la carga impositiva soportada por sus accionistas⁴.

Otra rama de la literatura sobre finanzas corporativas postula que el beneficio distribuido a los accionistas debería ser elevado. Por ejemplo, Graham y Dodd sugieren que los inversores prefieren normalmente un «dólar seguro» procedente de una operación de distribución de beneficios —como el reparto de dividendos— a un pago incierto en forma de expectativas de ganancias de capital⁵. Además, conforme a la «hipótesis del flujo de caja libre», existe un problema de agencia entre el equipo directivo y los accionistas con respecto a la distribución de los flujos de caja libre generados por la empresa⁶. A través del mantenimiento de una elevada ratio de beneficios distribuidos, los accionistas pueden, en cierta medida, evitar que el equipo directivo de una empresa realice inversiones cuyo valor actual neto sea negativo. Además, la literatura sobre estudios de episodios ha mostrado que los mercados finan-

2 Miller, M. H., y Modigliani, F. (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, 48, pp. 261-297; Miller, M. H., y Modigliani, F. (1961), «Dividend policy, growth and the valuation of shares», *Journal of Business*, 34, pp. 411-433; Miller, M. H., y Modigliani, F. (1963), «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction», *American Economic Review*, 53, pp. 433-443.

3 Véase, por ejemplo, Tirole, J. (2006), «The Theory of Corporate Finance», Princeton University Press, pp. 77-78.

4 El gravamen de los dividendos y de las ganancias de capital no es uniforme en los países de la zona del euro. En algunos de los principales países de la zona, los dividendos están sujetos a imposición sobre la renta, mientras que en otros los inversores pagan un tipo impositivo fijo sobre el dividendo percibido. En el caso de la recompra de acciones, los inversores suelen pagar impuestos sobre las ganancias de capital, pero el tipo impositivo difiere entre los distintos países de la zona.

5 Graham, B., y Dodd, D. L. (1951), «Security analysis: Principles and Techniques», McGraw-Hill, Nueva York, 432.

6 Jensen, M. C. (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers», *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.

cieros suelen premiar con rendimientos bursátiles superiores a los normales a las empresas con elevadas ratios de beneficios distribuidos.

¿POR QUÉ LAS EMPRESAS RECOMPRAN ACCIONES PROPIAS?

En la práctica, las empresas cotizadas en la mayor parte de los principales mercados suelen distribuir entre sus accionistas una parte sustancial de los beneficios generados, con un predominio prolongado de la modalidad de reparto de dividendos. Sin embargo, la distribución de beneficios a los accionistas en forma de recompra de acciones propias —frente al reparto de dividendos— se ha popularizado de forma progresiva en el transcurso de la última década. En Estados Unidos, las empresas del sector industrial dedicaron en 1999, por vez primera, más fondos a la recompra de acciones propias que al reparto de dividendos. Esta tendencia se ha mantenido desde entonces, al tiempo que se ha extendido por otras economías importantes.

Aparte de las posibles ventajas impositivas, otros factores podrían explicar la evolución citada. La literatura académica ha avanzado tres hipótesis principales. En primer lugar, la hipótesis de la señalización sugiere que el equipo directivo de una empresa puede utilizar la recompra de acciones propias para transmitir a los mercados información adelantada sobre su rentabilidad futura. Cabe suponer que dispone de mejor información acerca de las perspectivas de la empresa que los inversores externos. En consecuencia, el equipo directivo puede utilizar la recompra de acciones como instrumento de señalización, al objeto de difundir en el mercado la idea de que el precio de la acción es inferior al que sugeriría una valoración fundamental⁷.

En segundo lugar, la hipótesis de la flexibilidad financiera sugiere que la recompra de acciones puede utilizarse como instrumento para distribuir flujos de caja que la empresa considera transitorios, mientras que el reparto de dividendos representa un compromiso continuo, utilizado para distribuir flujos de caja de carácter más permanente⁸. Por ejemplo, las empresas saneadas con alta rentabilidad podrían, en ocasiones, tener pro-

blemas a la hora de encontrar oportunidades de inversión con valores actuales netos positivos. Si las empresas interpretaran estas dificultades como meramente transitorias, podrían decidir la distribución entre sus accionistas de una parte de ese exceso de liquidez. En estas circunstancias, conforme a la hipótesis de la flexibilidad financiera, la empresa debería recomprar acciones en lugar de repartir dividendos, con el fin de transmitir a los inversores la idea de que esta distribución de beneficios sólo tiene carácter transitorio y no permanente.

En tercer lugar, la recompra de acciones propias eleva el beneficio por acción (es decir, el beneficio neto dividido entre el número de acciones en circulación). La recompra de acciones propias constituye un mecanismo de reducción de la base accionarial de la empresa. De toda la gama de medidas de rentabilidad existentes, el beneficio por acción suele ser la ratio tradicionalmente más utilizada por los inversores. Dado que la recompra de acciones propias reduce el denominador de esa ratio, automáticamente incrementará el beneficio por acción. En consecuencia, si la información disponible en los mercados no es completa, cabe la posibilidad de que algunos inversores interpreten el aumento del beneficio por acción (resultante de la recompra de acciones propias) como reflejo de un mayor potencial de beneficios de la empresa en cuestión.

Aparte de las tres explicaciones más arriba reseñadas, la empresa podría anunciar un programa de recompra de acciones propias con el fin de protegerse frente al riesgo de operaciones de absorción hostiles. Mediante la recompra de acciones a los

7 Los dividendos también pueden utilizarse como instrumento de señalización de valoraciones erróneas en los mercados. Sin embargo, como muestran Ofer y Thakor (1987), los costes de señalización suelen ser mayores en el caso de los dividendos que en el de la recompra de acciones. En consecuencia, si las perspectivas futuras de una empresa son mucho mejores que las percibidas en los mercados, su equipo directivo preferirá la recompra de acciones como instrumento de señalización, frente al reparto de dividendos véase [Ofer, A. R., y Thakor, A. V. (1987), «A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends», *The Journal of Finance*, vol. 42, n.º 2, pp. 365-394].

8 Jagannathan, M., Stephens, C. P., y Weisbach, M. S. (2000), «Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases», *Journal of Financial Economics*, 57, pp. 355-384.

inversores que les conceden una menor valoración, la empresa dificulta su toma de control efectivo por parte de un posible comprador. Además, una serie de analistas apuntan que ciertas empresas utilizan también la recompra de acciones propias dentro de sus programas de opciones sobre acciones y con fines de gestión de la tesorería. Por último, y ya con un carácter más estructural, los cambios legislativos introducidos en algunos de los principales países de la zona del euro a finales de los años noventa estimularon, con toda probabilidad, las operaciones de recompra de acciones propias⁹.

INSTRUMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES DE RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS

Las empresas disponen de varias modalidades de instrumentación de las operaciones de recompra de acciones propias, con predominio de las tres que a continuación se detallan¹⁰. En primer lugar, la recompra de acciones en el mercado abierto implica que la empresa meramente compra sus acciones en el mercado al precio al que cotiza en Bolsa. El vendedor de las acciones no necesariamente sabe que las está vendiendo a la empresa. El segundo método consiste en la oferta pública de adquisición a precio fijo, mediante la cual la empresa realiza a los accionistas una oferta de compra de un cierto número de acciones a un precio determinado. A fin de atraer a los inversores, el precio fijo suele ser algo superior al precio corriente de mercado. La empresa suele reservarse el derecho de aumentar el número de acciones recompradas si a la oferta pública de adquisición acuden más acciones de las previstas. La tercera modalidad consiste en la oferta pública de adquisición mediante subasta a la baja (subasta holandesa), en la que la empresa especifica inicialmente un intervalo de precios de compra. A partir de ahí, cada accionista puede comunicar el número de acciones que está dispuesto a vender y el mínimo precio aceptable dentro del intervalo. A continuación, la empresa oferente paga, a todos los accionistas, el precio mínimo con el que logra adquirir el número de acciones deseado.

Los estudios realizados en Estados Unidos sobre estas operaciones sugieren que una gran mayoría

Gráfico I Volumen agregado de las operaciones de recompra de acciones propias de las empresas de la zona del euro



Fuente: Estados financieros e informes anuales de las empresas.
Nota: La muestra incluye todas las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX 50.

de las operaciones anunciadas de recompra de acciones propias han tenido lugar en el mercado abierto. Por ejemplo, según Grullon e Ikenberry (2000), las operaciones de recompra en el mercado abierto representaron en torno al 90% del total de los programas de recompra de acciones propias anunciados en Estados Unidos durante el período de veinte años comprendido entre 1980 y 1999¹¹.

3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS OPERACIONES DE RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS EN LA ZONA DEL EURO. UN ANÁLISIS EMPÍRICO

Esta sección presenta los datos disponibles de las operaciones de distribución de beneficios realizadas por las empresas cotizadas en la zona del euro, prestando especial atención a las recompras de acciones propias. A fin de evaluar si los motivos teóricos que incentivan la realización de recompras de acciones avanzadas en la sección 2 guardan coherencia con las estadísticas existentes, en la presente sección se compara la evolución de las operaciones de recompra de acciones efectuadas por las empre-

⁹ En Alemania, la «Ley de Control y Transparencia Empresarial», en vigor desde mayo de 1998, levantó las restricciones a la recompra de acciones. En la misma línea, Francia promulgó la Ley n.º 98-546, de 2 de julio de 1998.

¹⁰ Véase Allen, F., y Michaely, R. (2003), «Chapter 7: Payout policy», en *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, B. V., pp. 404-407.

¹¹ Grullon, F., y Ikenberry, D. I. (2000), «What do we know about stock repurchases?», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, n.º 1.

Gráfico 2 Operaciones de reparto de dividendos y de recompra de acciones propias de empresas de la zona del euro

(en porcentaje del resultado de explotación)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Cifras agregadas obtenidas a partir de los datos de todas las empresas incluidas en el índice amplio Dow Jones EURO STOXX que disponían de estados financieros anuales de sus flujos de caja. En total, la muestra consta de 1.760 observaciones (combinaciones empresa-año). Se utilizaron las siguientes rúbricas contables: resultado de explotación (WC01250), dividendos (WC04551) y recompras de acciones propias (WC04751).

Gráfico 3 Operaciones de reparto de dividendos y de recompra de acciones propias de empresas de Estados Unidos

(en porcentaje del resultado de explotación)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Cifras agregadas obtenidas a partir de los datos de todas las empresas incluidas en el índice Standard and Poor's 500 que disponían de estados financieros anuales de sus flujos de caja. En total, la muestra consta de 3.934 observaciones (combinaciones empresa-año). Se utilizaron las siguientes rúbricas contables: resultado de explotación (WC01250), dividendos (WC04551) y recompras de acciones propias (WC04751).

sas de la zona del euro con sus datos de rentabilidad e inversión. También se lleva a cabo un estudio de episodios orientado a averiguar la evolución del precio de las acciones de las empresas de la zona del euro durante los períodos de anuncio de los programas de recompra de acciones propias.

DIVIDENDOS Y RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS DE EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO

Existen pocas fuentes que publiquen de forma regular y sistemática datos agregados de las operaciones de recompra de acciones propias realizadas por empresas de la zona del euro. En consecuencia, los datos sobre recompras de acciones utilizados en esta sección se han elaborado a partir de los estados financieros de las compañías incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX 50. Conforme ilustra el gráfico 1, las 50 mayores empresas cotizadas en la zona del euro recompraron acciones, en términos netos, por valor de más de 20 mm de euros en el 2005, cifra que casi duplica la observada en el 2003. Pese a este incremento, el importe contabilizado en el 2005 resultó ligeramente inferior al registrado en el 2001.

Como se mencionó en la sección anterior, la cifra total de beneficios distribuidos por una empresa es

la suma del dividendo repartido y de las acciones propias recompradas. El gráfico 2 muestra la ratio anual media de beneficios distribuidos de todas las empresas cotizadas en la zona del euro, calculada como el cociente entre, por un lado, los dividendos repartidos más las acciones propias recompradas y, por otro lado, el resultado de explotación. Esta medida da una idea de la proporción del resultado de explotación que las empresas de la zona del euro retienen (y utilizan para reforzar su tesorería o acometer inversiones), así como de la proporción de ese resultado de explotación que distribuyen a sus accionistas.

El gráfico ilustra tres hechos interesantes. Primero, la ratio de beneficios totales distribuidos mantuvo una relativa estabilidad, en torno al 30%, entre 1998 y el 2005, con la excepción del año 2001, lo que sugiere que las empresas de la zona del euro prefieren repartir entre sus accionistas un porcentaje constante de sus resultados de explotación. Segundo, los dividendos representan el grueso de los beneficios distribuidos en la muestra analizada. Tercero, a comienzos de este nuevo siglo, las recompras de acciones crecieron notablemente en porcentaje de la cifra total de beneficios distribuidos, habiendo permanecido desde entonces en esos elevados niveles. Este hecho, a su vez, podría



reflejar un cambio estructural en las políticas empresariales de distribución de beneficios.

En Estados Unidos, la frecuencia de publicación de los datos de las operaciones empresariales de recompra de acciones propias es mucho mayor que en la zona del euro. El gráfico 3 muestra la ratio media de beneficios distribuidos de las empresas estadounidenses incluidas en el índice Standard & Poor's 500. Como ilustra el gráfico, las diferencias existentes tanto en el nivel como en la composición de las ratios de ambas economías son muy acusadas. Por una parte, la ratio de beneficios distribuidos en Estados Unidos resulta, en promedio, superior a la de la zona del euro. Por otra, parece que las operaciones de recompra de acciones propias son más frecuentes en las empresas estadounidenses que en las de la zona del euro.

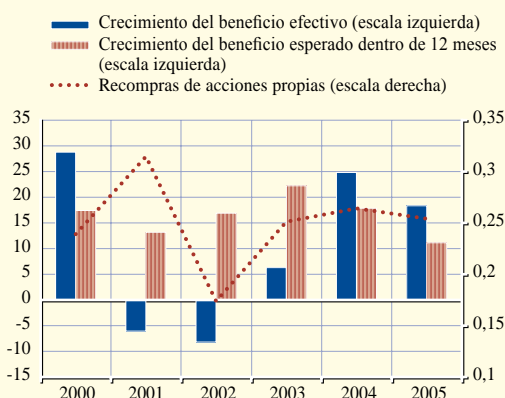
Una posible explicación de estas discrepancias podría estar relacionada con las diferencias existentes en las necesidades de financiación de las empresas de ambas economías. En concreto, el déficit de financiación —medido como el cociente entre la financiación concedida y la financiación recibida— de las sociedades no financieras de Estados Unidos ha registrado, desde el año 2000, una mayor recuperación que el de sus homólogas de la zona del euro. Esta mejora adicional de los balances de situación de las compañías estadounidenses ofrece una explicación plausible de las mayores ratios de beneficios distribuidos observadas en Estados Unidos. Sin embargo, conviene extremar la cautela al comparar estas ratios en ambas economías, dada la posibilidad de discrepancias en la definición del resultado de explotación. Además, las diferentes características de las empresas incluidas en ambos índices podrían añadir complicaciones a la realización de comparaciones directas.

OPERACIONES DE RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS, RENTABILIDAD E INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO

Las operaciones de recompra de acciones propias por parte de una empresa no deben contemplarse como medidas aisladas, sino como decisiones estratégicas estrechamente vinculadas a sus perspectivas de beneficios y a sus decisiones de endeuda-

Gráfico 4 Operaciones de recompra de acciones propias y crecimiento del beneficio por acción efectivo y esperado del índice EURO STOXX

[tasas de variación interanual (escala izquierda); ratio entre las operaciones de recompra de acciones y la cifra total de beneficios distribuidos (escala derecha)]



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: El crecimiento del beneficio esperado se ha desplazado un año hacia adelante a fin de permitir una comparación directa con el beneficio efectivo. La serie de operaciones de recompra de acciones propias se obtiene a partir de los datos de todas las empresas incluidas en el índice amplio Dow Jones EURO STOXX que disponían de estados financieros anuales de sus flujos de caja. En total, la muestra consta de 1.760 observaciones (combinaciones empresa-año). Para elaborar la serie de operaciones de recompra de acciones propias se utilizaron las siguientes rúbricas contables: dividendos (WC04551) y recompras de acciones propias (WC04751).

miento e inversión. Por lo que respecta a las perspectivas de beneficios, el gráfico 4 muestra el porcentaje que representan las operaciones de recompra de acciones propias de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX sobre la cifra total de beneficios distribuidos, junto con las tasas de crecimiento interanual (de doce meses) de los beneficios efectivos y esperados.

Como ilustra el gráfico, la rentabilidad de las empresas de la zona del euro ha experimentado notables fluctuaciones durante el período 2000-2005, destacando el fuerte descenso de la tasa de variación interanual de los beneficios en los años 2001 y 2002, básicamente como reflejo de la debilidad del crecimiento económico de la zona del euro. Con posterioridad, las medidas de reducción de costes aún en vigor, el entorno de tipos de interés reducidos y, recientemente, la recuperación de la actividad económica de la zona del euro han contribuido en conjunto a elevar la rentabilidad de las empresas de la zona. Durante los años 2004 y 2005, las tasas de crecimiento de los beneficios oscilaron en torno al 20%, una cifra muy superior a las previstas por los análisis

Recuadro

RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS Y EVOLUCIÓN BURSÁTIL

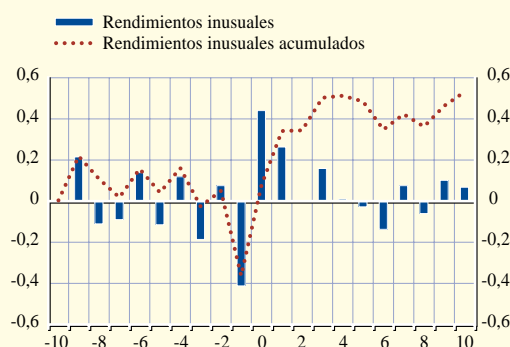
En teoría, si la información de los participantes en los mercados sobre las perspectivas de beneficios de una empresa fuera relativamente buena, el anuncio de un programa de recompra de acciones no debería influir significativamente en el precio de la acción. Sin embargo, numerosos analistas han señalado que, en la práctica, la ola de operaciones de recompra de acciones registrada en la zona del euro ha acentuado el optimismo bursátil de los últimos años. En este recuadro se presenta un estudio de episodios con el fin de conocer la evolución, en promedio, de las cotizaciones bursátiles de las empresas en torno a los momentos en que éstas anuncian su intención de acometer un programa de recompra de acciones propias. La muestra utilizada en el estudio se compone de las mayores empresas cotizadas en los mercados bursátiles de la zona del euro.

Los estudios de episodios cuentan con una larga trayectoria dentro de la literatura académica, que se remonta a Dolley (1933), con su examen de los efectos sobre las cotizaciones bursátiles de los fraccionamientos de acciones¹. Desde entonces, esta metodología se ha aplicado a numerosos acontecimientos, relativos tanto a empresas individuales como a la economía en su conjunto. Hasta ahora, los estudios sobre las operaciones de recompra de acciones propias se han ceñido básicamente a los mercados de Estados Unidos, con el resultado principal de que el anuncio de programas de recompra de acciones propias tiende a generar rendimientos bursátiles inusualmente positivos. Los estudios realizados en los mercados bursátiles europeos, menos numerosos, vienen básicamente a confirmar los resultados obtenidos en los estudios estadounidenses².

Un estudio de episodios puede utilizar diversas metodologías. El método del modelo de mercado —utilizado en el presente recuadro— es el más extendido y su funcionamiento es el siguiente. En primer lugar, se determina la relación existente entre la cotización bursátil de la empresa que realiza la recompra de acciones propias y la cartera de mercado —que suele aproximarse mediante índices bursátiles amplios—. A continuación, se utiliza dicha relación para calcular la evolución inusual de las distintas acciones analizadas en torno a la fecha de los episodios en cuestión³.

Rendimientos inusuales asociados
a anuncios de programas de recompra
de acciones propias

(en puntos porcentuales)



Fuentes: La información sobre anuncios procede de la base de datos Zephyr de Bureau van Dijk. La información sobre precios de las acciones procede de Thomson Financial Datastream.

Notas: La muestra consta de 106 observaciones de empresas de la zona del euro que anunciaron un programa de recompra de acciones propias en el mercado abierto durante el período comprendido entre los años 2001 y 2006. Sólo se incluyen las empresas del índice amplio Dow Jones EURO STOXX. El cálculo de los rendimientos inusuales se realiza eliminando los percentiles primero y nonagésimo de las distribuciones de rendimientos diarios. El eje horizontal representa el período muestral de 21 días en torno a la fecha del anuncio (cero).

1 Dolley, J. C. (1933), «Characteristics and procedure of common stock split-ups», *Harvard Business Review*, 11, pp. 316-326.

2 Para el caso del Reino Unido, véase Oswald, D., y Young, S. (2002), «What role for taxes and regulation? A second look at open market share buyback activity in the UK», *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31 (1-2), pp. 257-292. Con respecto a Alemania, véase Hackethal, A., y Zdantchouk, A. (2006), «Signalling power of open market share repurchases in Germany», *Financial Market Portfolio Management*, pp. 123-151.

3 Puede verse una visión panorámica en MacKinlay, A. C. (1997), «Event studies in economics and finance», *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, pp. 13-39.

Los datos de las operaciones de recompra de acciones propias que se utilizan aquí pertenecen a 106 programas de recompra de acciones anunciados durante el período 2001-2006 por las mayores empresas de la zona del euro incluidas en el índice amplio Dow Jones EURO STOXX. El período muestral del estudio de episodios abarca 21 días en torno a la fecha del anuncio de los programas de recompra (diez días antes y diez días después del anuncio). Para identificar la relación entre las cotizaciones bursátiles de las empresas y la cartera de mercado, se realiza un análisis de regresión de los rendimientos bursátiles diarios de las distintas empresas frente a los rendimientos del índice Dow Jones EURO STOXX durante un horizonte muestral de un año previo al comienzo del período muestral del episodio, esto es el anuncio de la recompra de acciones. Con posterioridad, los rendimientos inusuales obtenidos durante el período muestral del episodio se calculan restando los rendimientos bursátiles efectivos de las distintas empresas del patrón de reacción normal derivado del análisis de regresión. El gráfico muestra los rendimientos inusuales agregados diarios y acumulados durante el período muestral del episodio.

Conforme ilustra el gráfico, las cotizaciones bursátiles de las empresas de la zona del euro que decidieron acometer un programa de recompra de acciones propias registraron un rendimiento inusual positivo cercano a un punto porcentual, lo que básicamente concuerda con los resultados de estudios previos⁴. A la hora de explicar este resultado, la literatura sobre estudios de episodios referidos a la recompra de acciones tiende a conceder importancia primordial al hecho de que las empresas que recompran sus propias acciones lo hacen con el fin de transmitir a los inversores la idea de que el precio de la acción es inferior al que sugeriría una valoración fundamental.

En resumen, las operaciones de recompra de acciones propias suelen estimular el precio de las acciones de las empresas que las realizan. Así pues, no puede descartarse que la evolución favorable de las cotizaciones bursátiles durante el período 2000-2006 en la zona del euro haya obedecido no sólo a los elevados beneficios cosechados y a las medidas de reducción de costes adoptadas, sino también, aunque en menor medida, a las operaciones de recompra de acciones propias acometidas por las empresas de la zona.

4 Con respecto a la evidencia europea, véase Lasfer, M. A. (2000), «The market valuation of share repurchases in Europe», documento de trabajo de City University Business School.

tas de los mercados a finales del 2003 y del 2004. Simultáneamente, creció el volumen de las operaciones de recompra de acciones propias por parte de las empresas de la zona del euro. En consonancia con la hipótesis de la señalización anteriormente citada, la primera conclusión que cabe extraer del gráfico 4 es que los equipos directivos de algunas empresas de la zona podrían, durante los años 2004 y 2005, haber sentido la necesidad de transmitir a los mercados la idea de que los precios de las acciones de esas empresas se situaban, con arreglo a su propia valoración, por debajo del valor fundamental de la acción. En consecuencia, estos equipos directivos, confiando en sus previsiones, podrían haber realizado recompras de acciones propias, señalizando de ese modo su información adelantada al mercado¹².

Conforme ilustra el recuadro anterior, los mercados bursátiles han tendido a premiar las operaciones de recompra de acciones propias mediante rendimientos superiores a los normales, lo que representaría un indicio de que los inversores interpretan el anuncio de una operación de recompra de acciones como una señal creíble de infravaloración.

Asimismo, parece que el fuerte crecimiento de los beneficios registrados contribuyó en buena medida al aumento de la cifra de dividendos repartidos y de

12 No obstante, debe señalarse que la causalidad entre el beneficio por acción y la recompra de acciones propias puede circular en ambas direcciones. Conforme se mencionó en la sección 2, la recompra de acciones propias reduce el número de acciones en circulación, elevando así el beneficio por acción.

acciones propias recompradas durante el 2003 y el 2004. A este respecto, es probable que algunas empresas ajustaran el beneficio repartido a sus accionistas con el fin de mantener básicamente constante la ratio de beneficios distribuidos.

Otro argumento teórico explicativo de la recompra de acciones propias consistiría en la combinación de unos flujos de caja transitoriamente elevados, junto con la incertidumbre sobre las oportunidades de inversión. En entornos así, la empresa podría optar por una estrategia de esperar y ver, en tanto se disipa la incertidumbre, distribuyendo entre sus accionistas parte de los flujos de caja excedentes mediante la recompra de acciones propias. A fin de contrastar si los datos de las empresas de la zona del euro avalan esta hipótesis, el gráfico 5 descompone los resultados de explotación, las inversiones y los beneficios distribuidos de las empresas entre las que recompraron acciones propias y las que no.

El gráfico confirma un resultado interesante, a saber, que, en promedio, las empresas que realizaron recompras de acciones propias dedicaron menos fondos a la inversión y distribuyeron más beneficios a sus accionistas que las empresas que no acometieron programas de recompra. En consecuencia, estos resultados aportan una posible evidencia de que ciertas empresas de la zona del euro podrían utilizar las operaciones de recompra de acciones propias con el fin de distribuir flujos de caja excedentes.

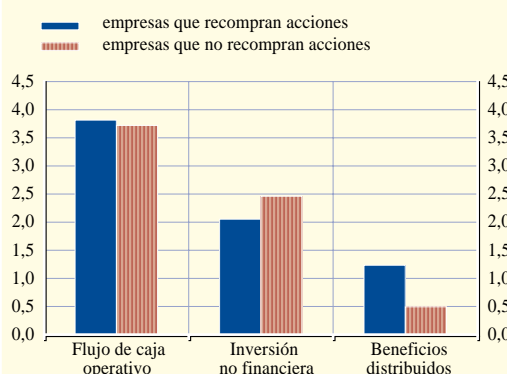
4 CONCLUSIONES

Las políticas de distribución de resultados de las empresas guardan una relación muy estrecha con su propia evaluación de las perspectivas de beneficios y de las oportunidades de inversión que se les presentan. La necesidad de realizar un estrecho seguimiento de las operaciones de recompra de acciones propias se deriva de la importancia de esas dos variables en el proceso de elaboración de previsiones sobre el crecimiento y la inflación de la economía que realiza el banco central.

Del presente artículo se desprende una serie de importantes conclusiones. En primer lugar, las opera-

Gráfico 5 Desglose de rúbricas financieras de las empresas en función de su participación o no en operaciones de recompra de acciones propias

(en porcentaje de sus activos totales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Todas las cifras proceden de la agregación de observaciones (combinaciones empresa-año) durante el período 1998-2005. La separación de las empresas en uno u otro grupo tiene frecuencia anual, por lo que una misma empresa puede aparecer en ambos grupos a lo largo del período muestral. La muestra incluye a todas las empresas del índice amplio Dow Jones EURO STOXX que disponían de estados financieros anuales de sus flujos de caja. En total, la muestra consta de 1.760 observaciones. Se utilizaron las siguientes rúbricas contables: flujo de caja operativo (WC04860); inversión no financiera [calculada como el flujo de caja dedicado a inversiones (WC04870) menos el flujo de caja neto dedicado a inversiones financieras (WC04760 - WC04440)]; beneficios distribuidos [la suma de los dividendos (WC04551) y las recompras de acciones propias (WC04751)]; y activos totales (WC02999).

ciones de recompra de acciones propias representan en la actualidad un porcentaje de la cifra total de beneficios distribuidos muy superior a la existente a finales de los años noventa. Este aumento podría ser indicio de un posible cambio estructural experimentado durante este período por las políticas empresariales de distribución de beneficios, con un peso creciente de las recompras de acciones propias. En segundo lugar, si bien estas operaciones de recompra van siendo más habituales entre las empresas de la zona del euro, siguen siendo más frecuentes en las principales empresas de Estados Unidos. En tercer lugar, el reciente auge de las operaciones de recompra de acciones propias parece haber obedecido, en parte, a un crecimiento excepcionalmente elevado de la rentabilidad de las empresas de la zona del euro. A este respecto, las empresas han incrementado la recompra de acciones —así como sus dividendos— con el fin de mantener básicamente constante la ratio de beneficios totales repartidos. Particularmente durante las primeras etapas del proceso de recuperación de los mercados

bursátiles posterior al estallido de la «burbuja tecnológica» a comienzos de este siglo, algunas empresas podrían haber utilizado la recompra de acciones propias como un instrumento de señalización, con el fin de transmitir a los mercados su percepción de que el precio de las acciones era inferior al que sugeriría una valoración fundamental. Recientemente, en un entorno caracterizado por el aumento de la magnitud de las operaciones de absorción y de recompra de empresas con apalancamiento financiero, cabe la posibilidad de que algunas compañías también hayan utilizado la recompra de acciones propias como un mecanismo de protección

frente al riesgo de operaciones de absorción hostiles. Por último, un conjunto de empresas de la zona del euro podría haber preferido la recompra de acciones propias frente al reparto de dividendos en un entorno caracterizado por los elevados flujos de caja de naturaleza transitoria y por la incertidumbre sobre las oportunidades de inversión. No obstante, debe tenerse en cuenta que las decisiones empresariales de inversión, distribución de beneficios y recompra de acciones propias se encuentran muy interrelacionadas y que la dirección de causalidad puede variar a lo largo del tiempo, además de diferir entre empresas.

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 ¹⁾	M3 ^{1),2)}	M3 ^{1),2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM 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	12,7	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	16,1	3,08	3,86
2006 II	9,8	9,2	8,6	-	11,2	15,9	2,90	4,05
III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,4	3,22	3,97
IV	6,7	8,6	9,0	-	11,1	17,0	3,59	3,86
2007 I	6,8	9,0	10,1	-	10,5	.	3,82	4,08
2006 Nov	6,6	8,8	9,3	9,2	11,2	17,9	3,60	3,80
Dic	7,4	9,3	9,8	9,7	10,8	16,4	3,68	3,90
2007 Ene	6,6	8,9	9,9	9,9	10,6	16,2	3,75	4,10
Feb	6,6	8,8	10,0	10,3	10,3	16,0	3,82	4,12
Mar	7,0	9,4	10,9	.	10,5	.	3,89	4,02
Abr	.	.	.	.	.	.	3,98	4,25

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	1,3	81,2	0,8	8,6
2006	2,2	5,1	2,5	2,7	4,0	83,3	1,4	7,9
2006 II	2,5	5,8	2,6	2,8	4,3	83,0	1,5	7,9
III	2,1	5,4	2,5	2,8	4,1	83,8	1,5	7,8
IV	1,8	4,1	2,4	3,3	3,9	84,2	1,6	7,6
2007 I	1,9	2,9	.	.	.	84,6	.	7,3
2006 Nov	1,9	4,3	-	-	3,0	-	-	7,6
Dic	1,9	4,1	-	-	4,8	-	-	7,5
2007 Ene	1,8	3,1	-	-	3,3	84,4	-	7,4
Feb	1,8	2,9	-	-	4,1	-	-	7,3
Mar	1,9	2,7	-	-	.	-	-	7,2
Abr	1,8	.	-	-	.	84,8	-	.

3. Balanza de pagos, activos de reserva y tipos de cambio

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	5,3	30,5	-156,7	273,1	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 II	-5,8	6,8	-20,0	97,6	323,8	103,8	104,6	1,2582
III	-3,6	7,5	-43,9	22,3	325,0	104,5	105,3	1,2743
IV	27,3	19,7	-57,3	130,0	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 I	.	.	.	.	331,6	105,5	106,0	1,3106
2006 Nov	7,0	7,8	-15,7	61,9	327,0	104,5	105,2	1,2881
Dic	17,9	5,9	-28,8	32,8	325,8	105,5	106,0	1,3213
2007 Ene	-2,0	-3,0	-12,3	35,4	338,6	104,9	105,5	1,2999
Feb	-5,8	1,5	-12,6	28,6	337,5	105,4	105,9	1,3074
Mar	.	.	.	.	331,6	106,1	106,6	1,3242
Abr	.	.	.	.	.	107,1	107,6	1,3516

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.

- 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.
- 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.
- 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

	2007 6 abril	2007 13 abril	2007 20 abril	2007 27 abril
Oro y derechos en oro	181.210	181.179	180.898	180.703
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	139.243	140.613	140.331	142.051
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.731	23.565	24.894	25.014
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	14.323	14.602	15.350	14.463
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	443.529	430.680	431.548	440.018
Operaciones principales de financiación	291.500	280.001	281.502	288.500
Operaciones de financiación a plazo más largo	150.001	150.001	150.001	149.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	2.028	678	29	1.519
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	16	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	14.794	14.741	14.175	15.800
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	90.329	90.556	90.486	92.358
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	39.283	39.283	39.283	39.240
Otros activos	224.978	226.351	227.280	226.661
Total activo	1.171.420	1.161.570	1.164.245	1.176.308

2. Pasivo

	2007 6 abril	2007 13 abril	2007 20 abril	2007 27 abril
Billetes en circulación	625.993	619.392	615.817	619.662
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	185.863	183.662	183.775	183.664
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	185.086	183.478	183.632	183.574
Facilidad de depósito	617	53	37	18
Depósitos a plazo	155	131	103	64
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	5	0	3	8
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	107	109	133	127
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	60.074	57.564	64.593	69.973
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	18.360	18.903	18.525	19.521
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	159	163	157	296
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.576	13.204	14.122	15.878
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.578	5.578	5.578	5.578
Otros pasivos	68.926	69.041	67.698	67.760
Cuentas de revalorización	125.521	125.521	125.521	125.521
Capital y reservas	68.263	68.433	68.326	68.328
Total pasivo	1.171.420	1.161.570	1.164.245	1.176.308

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			Nivel	Nivel			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25

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							
2007 10 Ene	381.305	375	310.500	3,50	3,55	3,56	7
17	412.215	381	312.500	3,50	3,55	3,56	7
24	428.181	395	317.500	3,50	3,55	3,56	7
31	3 99.269	352	292.500	3,50	3,56	3,56	7
7 Feb	381.952	346	279.500	3,50	3,54	3,55	7
14	402.912	363	286.500	3,50	3,55	3,56	8
22	425.650	361	301.500	3,50	3,55	3,56	6
28	380.816	343	289.000	3,50	3,56	3,56	7
7 Mar	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 Abr	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	3,82	7
25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	3,83	7
2 May	371.510	306	279.500	3,75	3,82	3,83	7
9	3 53.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 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
2007 1 Feb	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 Mar	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 Abr	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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
2007 13 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1
17 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en 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	
III	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8	
2006 Oct ²⁾	15.421,0	8.133,9	615,2	1.965,1	1.264,5	3.442,4	
Nov ²⁾	15.543,0	8.199,7	613,2	1.973,0	1.285,9	3.471,2	
Dic ²⁾	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 Ene	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5	
Feb	16.033,9	8.490,3	645,9	1.990,6	1.350,2	3.556,9	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 16 Ene ³⁾	174,3	175,3	1,0	0,0	3,57
13 Feb	175,8	176,5	0,8	0,0	3,55
13 Mar	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
17 Abr	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 May	182,2	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ⁴⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9	
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8	
2007 16 Ene	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9	
13 Feb	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2	
13 Mar	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2	
17 Abr	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7	

Fuente: BCE.

- 1) Fin de período.
- 2) Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovenia. De forma transitoria, las entidades de crédito radicadas en países de la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades radicadas en Eslovenia. Partiendo de la base de reservas de finales de enero del 2007, se aplicará el tratamiento habitual [véase el Reglamento (CE) n.º 1637/2006 del BCE de 2 de noviembre de 2006, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Eslovenia (BCE/2006/15)].
- 3) 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.
- 4) A partir del 1 de enero de 2007, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banka Slovenije antes del 1 de enero de 2007 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro¹⁾

(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 ²⁾	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	226,6
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
III	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
IV	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,6	262,5
2007 Ene	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,7
Feb	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,7	267,4
Mar ^(p)	1.576,6	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,4	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,7	253,6
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	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006 I	24.331,4	14.021,7	816,3	8.549,1	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.096,6	3.825,1	166,3	1.553,2
II	24.695,9	14.321,5	809,3	8.782,0	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.109,1	3.849,1	167,9	1.573,6
III	25.299,6	14.577,8	804,2	8.982,7	4.790,9	3.596,0	1.351,4	618,0	1.626,6	82,4	1.139,7	4.069,8	168,8	1.665,2
IV	25.974,0	14.904,1	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,5	1.276,9	645,8	1.632,8	83,6	1.193,5	4.330,1	172,6	1.734,7
2007 Ene	26.403,9	15.074,3	806,2	9.275,7	4.992,3	3.602,0	1.296,1	644,4	1.661,6	84,6	1.219,5	4.489,5	171,8	1.762,2
Feb	26.620,3	15.159,2	803,2	9.337,1	5.018,9	3.626,6	1.293,2	658,1	1.675,2	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.780,0
Mar ^(p)	27.095,9	15.331,8	801,3	9.439,3	5.091,2	3.661,9	1.281,3	686,6	1.693,9	92,1	1.238,1	4.682,7	195,2	1.894,1

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	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
III	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
IV	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 Ene	1.540,4	621,2	433,3	48,1	18,8	366,4	-	0,8	214,9	36,9	233,2
Feb	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,3	-	0,4	218,2	39,1	234,7
Mar ^(p)	1.576,6	632,5	455,6	44,8	17,5	393,4	-	0,3	216,0	39,5	232,7
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	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006 I	24.331,4	-	12.417,2	148,1	7.319,6	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.133,6
II	24.695,9	-	12.706,3	138,1	7.510,4	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.148,1
III	25.299,6	-	12.852,1	147,7	7.613,2	5.091,2	728,0	4.160,1	1.410,9	3.900,4	2.248,2
IV	25.974,0	-	13.257,9	123,2	7.887,7	5.247,0	697,7	4.247,6	1.448,7	3.991,2	2.331,0
2007 Ene	26.403,9	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.314,0	1.459,3	4.181,4	2.425,2
Feb	26.620,3	-	13.358,7	138,0	7.899,4	5.321,2	739,9	4.372,4	1.478,3	4.231,2	2.439,8
Mar ^(p)	27.095,9	-	13.590,8	138,7	8.044,9	5.407,2	759,3	4.422,1	1.521,4	4.253,5	2.548,8

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información véanse las Notas Generales.
- 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».
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años de poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro¹⁾

(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	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006 I	18.447,9	9.386,8	837,0	8.549,8	2.184,2	1.608,4	575,8	784,5	4.174,0	181,0	1.737,4
II	18.712,0	9.612,2	829,6	8.782,6	2.175,4	1.573,1	602,3	786,6	4.192,8	182,5	1.762,5
III	19.232,3	9.807,9	824,6	8.983,3	2.151,5	1.531,3	620,2	809,3	4.418,3	183,6	1.861,7
IV	19.743,5	9.991,1	830,2	9.160,9	2.112,6	1.464,3	648,3	828,9	4.681,5	187,2	1.942,3
2007 Ene	20.098,6	10.102,3	826,0	9.276,4	2.137,2	1.490,5	646,7	846,3	4.850,9	186,5	1.975,4
Feb	20.284,4	10.160,7	822,9	9.337,7	2.156,6	1.496,0	660,5	836,4	4.941,4	186,5	2.002,9
Mar ^(p)	20.642,0	10.261,0	821,1	9.439,9	2.175,6	1.486,8	688,8	849,8	5.042,2	209,9	2.103,5
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	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,1	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006 I	593,9	240,5	-10,4	250,8	54,3	28,5	25,8	67,8	202,4	-0,2	29,1
II	359,8	235,5	-7,2	242,7	13,0	-15,8	28,8	9,0	79,6	1,5	21,1
III	485,8	203,7	-3,0	206,7	-31,5	-51,2	19,7	9,8	205,3	1,1	97,4
IV	563,2	193,2	6,2	187,0	-25,1	-57,9	32,8	11,2	308,0	3,9	72,1
2007 Ene	293,4	84,4	-4,0	88,3	22,7	21,1	1,6	14,4	143,6	-0,8	29,1
Feb	222,5	63,4	-3,0	66,4	17,8	4,3	13,5	-8,8	123,7	0,0	26,4
Mar ^(p)	382,9	104,5	-1,3	105,8	21,5	-7,8	29,3	11,8	123,3	23,4	98,5

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 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	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	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006 I	18.447,9	532,2	193,1	7.334,7	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.340,2	22,6
II	18.712,0	553,7	207,4	7.531,9	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.357,7	14,0
III	19.232,3	563,2	202,9	7.629,3	645,6	2.509,2	1.275,6	3.934,3	2.468,2	4,1
IV	19.743,5	592,2	156,9	7.903,6	614,1	2.587,8	1.275,5	4.026,6	2.566,5	20,2
2007 Ene	20.098,6	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.625,4	1.283,7	4.218,3	2.658,4	18,2
Feb	20.284,4	578,7	189,4	7.919,2	652,5	2.668,2	1.296,2	4.270,2	2.674,6	35,5
Mar ^(p)	20.642,0	588,3	183,4	8.062,4	667,1	2.698,1	1.331,8	4.293,0	2.781,5	36,4
Operaciones										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,1	448,0	333,8	-50,8
2006 I	593,9	-0,6	19,6	103,0	9,0	77,0	29,0	240,6	81,9	34,5
II	359,8	21,5	15,2	204,8	14,9	65,0	1,2	19,4	12,6	5,3
III	485,8	9,5	-4,5	97,7	9,8	56,7	24,9	203,6	100,6	-12,5
IV	563,2	29,0	-46,4	274,9	-6,7	86,7	0,6	136,0	68,8	20,4
2007 Ene	293,4	-17,0	12,2	-17,7	28,9	30,2	1,9	166,6	96,1	-7,8
Feb	222,5	3,1	19,0	16,3	11,5	50,2	8,8	84,4	5,4	23,8
Mar ^(p)	382,9	9,6	-5,8	145,3	15,0	33,4	40,6	39,0	101,3	4,5

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

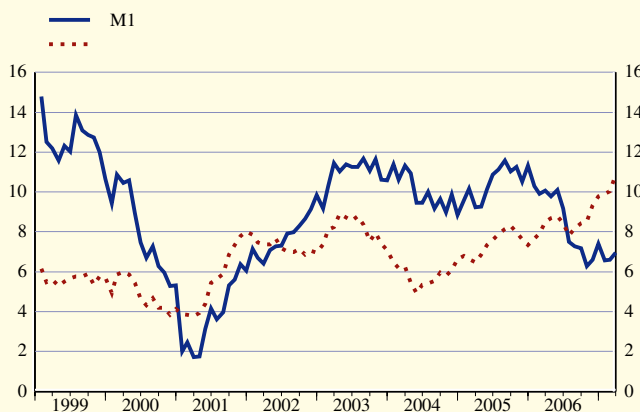
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ 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 ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	Saldos vivos										
2004	2.906,7	2.663,2	5.569,9	968,2	6.538,1	-	4.462,8	2.298,1	8.698,6	7.553,7	373,8
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006 I	3.492,8	2.720,2	6.213,0	1.004,6	7.217,6	-	5.139,7	2.438,0	9.903,1	8.553,2	426,6
II	3.555,6	2.783,0	6.338,6	1.027,1	7.365,7	-	5.222,5	2.389,4	10.141,7	8.756,7	456,1
III	3.591,5	2.877,4	6.468,9	1.092,5	7.561,5	-	5.323,5	2.364,9	10.443,9	8.992,8	467,6
IV	3.674,4	2.954,1	6.628,6	1.098,5	7.727,1	-	5.427,7	2.321,6	10.657,5	9.167,3	632,8
2007 Ene	3.686,5	2.989,2	6.675,6	1.135,1	7.810,7	-	5.478,4	2.321,7	10.770,7	9.273,8	629,5
Feb	3.709,2	3.006,3	6.715,5	1.153,2	7.868,7	-	5.514,2	2.321,8	10.843,1	9.342,5	680,0
Mar ^(p)	3.745,8	3.062,9	6.808,7	1.188,0	7.996,7	-	5.580,4	2.300,5	10.969,5	9.443,0	766,6
Operaciones											
2004	237,3	110,7	348,1	59,6	407,6	-	341,0	55,3	580,5	508,7	162,5
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006 I	75,1	69,7	144,7	20,1	164,9	-	108,0	-19,2	326,3	252,7	0,3
II	65,4	66,3	131,6	29,5	161,1	-	104,0	-29,0	257,4	213,3	39,1
III	35,2	93,9	129,1	50,0	179,1	-	94,4	-31,9	296,8	242,0	-10,1
IV	77,5	81,0	158,5	26,9	185,4	-	118,9	-33,5	219,2	184,0	166,3
2007 Ene	3,4	25,7	29,1	38,2	67,3	-	33,4	-4,7	86,3	79,4	-3,9
Feb	24,1	19,0	43,1	18,3	61,4	-	40,7	-1,1	78,2	73,7	51,1
Mar ^(p)	37,3	57,6	94,9	34,5	129,4	-	75,6	-19,3	129,3	104,1	92,8
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	8,9	4,3	6,6	6,6	6,6	6,5	8,2	2,5	7,1	7,2	162,5
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 Mar	10,1	7,9	9,0	5,5	8,5	8,4	8,8	2,0	11,6	10,8	-6,7
Jun	9,2	8,8	9,0	4,9	8,4	8,3	7,9	0,2	11,6	11,0	-19,3
Sep	7,2	9,9	8,4	9,0	8,4	8,4	8,3	-1,6	12,2	11,4	-10,9
Dic	7,4	11,7	9,3	12,9	9,8	9,7	8,5	-4,6	11,5	10,8	195,6
2007 Ene	6,6	12,0	8,9	16,2	9,9	9,9	8,6	-4,8	11,3	10,6	184,8
Feb	6,6	11,6	8,8	18,0	10,0	10,3	8,4	-4,1	10,8	10,3	250,6
Mar ^(p)	7,0	12,6	9,4	19,8	10,9	.	9,1	-4,9	10,8	10,5	335,4

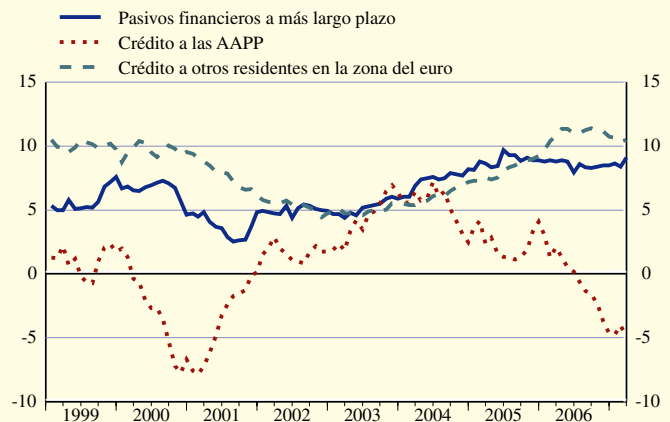
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

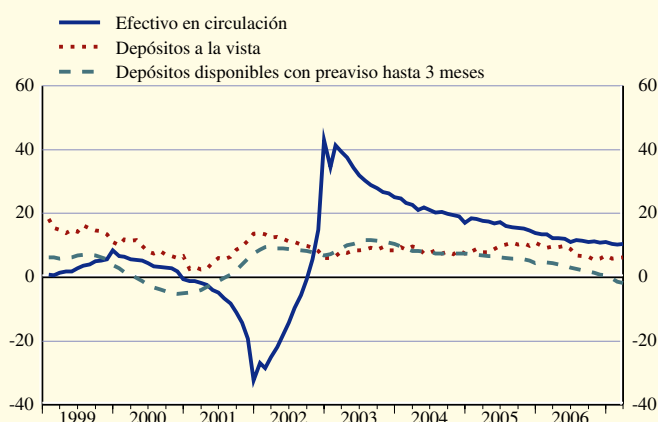
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	458,3	2.448,4	1.026,8	1.636,4	246,3	619,6	102,3	1.964,2	90,0	1.358,0	1.050,5
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006 I	535,4	2.957,4	1.156,7	1.563,5	235,8	605,7	163,1	2.239,4	88,7	1.559,0	1.252,6
II	548,3	3.007,3	1.217,4	1.565,6	247,6	617,7	161,8	2.287,2	92,4	1.598,0	1.244,9
III	563,8	3.027,7	1.311,5	1.565,9	268,6	645,2	178,7	2.330,2	97,5	1.626,7	1.269,1
IV	579,0	3.095,4	1.402,5	1.551,6	268,5	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.274,6
2007 Ene	583,2	3.103,3	1.442,5	1.546,7	268,2	645,5	221,4	2.422,4	105,2	1.666,4	1.284,4
Feb	588,3	3.120,9	1.468,5	1.537,8	265,1	655,7	232,3	2.441,7	106,9	1.670,0	1.295,6
Mar ^(p)	592,0	3.153,9	1.526,7	1.536,2	280,3	670,8	236,9	2.460,9	107,8	1.683,1	1.328,5
Operaciones											
2004	66,8	170,6	-2,6	113,4	25,7	22,7	11,3	185,5	-0,9	106,7	49,6
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006 I	13,9	61,2	49,1	20,6	-5,8	-4,1	30,0	40,6	1,8	38,2	27,4
II	2,9	52,5	64,0	2,3	12,6	13,4	3,5	55,3	3,7	39,8	5,2
III	15,5	19,6	93,7	0,2	21,0	8,4	20,7	42,2	5,1	30,1	17,1
IV	15,2	62,3	94,8	-13,8	0,0	11,1	15,9	78,1	4,9	29,7	6,2
2007 Ene	3,7	-0,3	31,5	-5,8	-0,3	15,6	22,9	18,6	2,1	9,2	3,5
Feb	5,1	19,0	27,9	-8,9	-3,1	10,8	10,6	27,1	1,6	4,4	7,5
Mar ^(p)	3,7	33,6	59,1	-1,5	15,2	15,4	4,0	23,2	0,9	13,6	37,9
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	17,0	7,5	-0,3	7,4	11,7	3,8	12,3	10,3	-1,0	8,5	4,9
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Mar	12,3	9,7	12,8	4,4	3,2	-0,4	43,5	8,7	-3,1	8,9	9,8
Jun	11,1	8,8	17,3	3,1	2,7	0,7	30,4	8,1	1,6	8,9	7,1
Sep	11,1	6,5	21,4	1,7	12,2	0,6	44,7	8,1	10,6	9,3	7,1
Dic	11,0	6,8	27,3	0,6	11,6	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,6
2007 Ene	10,4	5,9	29,3	-0,5	11,6	8,2	58,5	10,2	18,9	8,9	4,7
Feb	10,2	6,0	29,4	-1,4	15,2	9,6	56,5	10,7	20,7	8,2	3,6
Mar ^(p)	10,5	6,3	32,1	-1,8	19,3	12,3	49,1	11,0	20,6	8,1	6,2

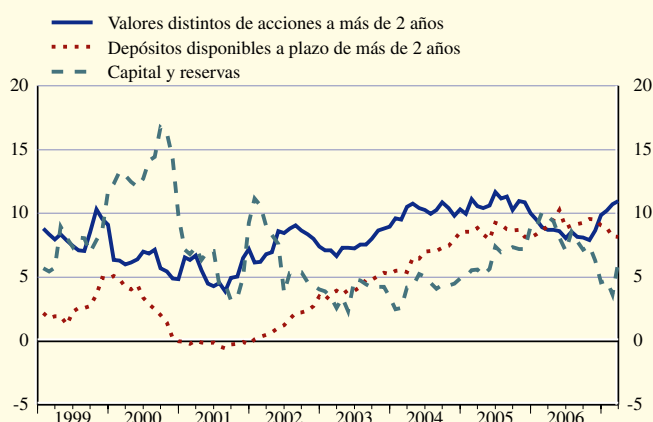
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^{1),2)}

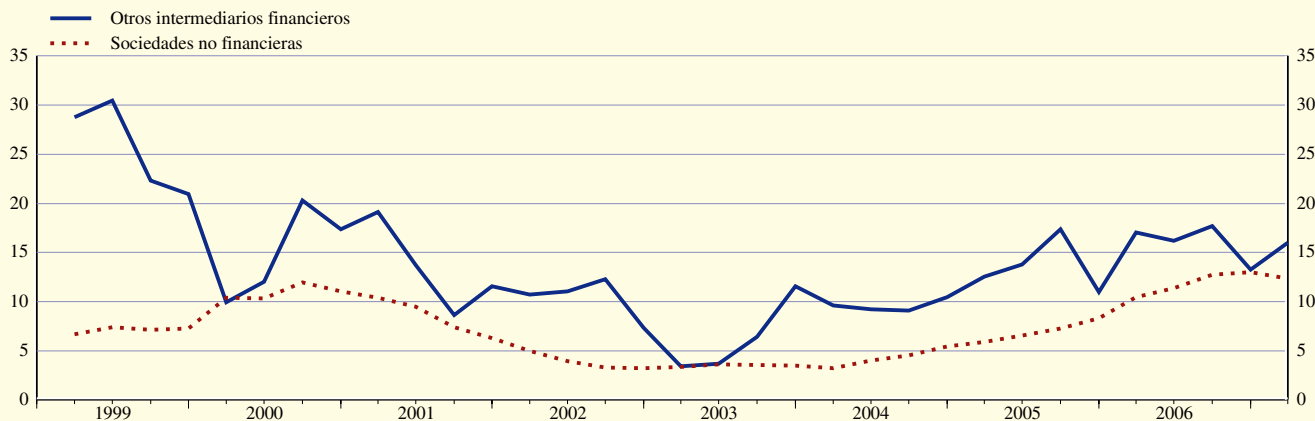
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		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
III	89,5	63,0	703,6	439,0	3.731,0	1.106,4	681,7	1.942,9
IV	82,8	55,2	695,9	420,6	3.846,8	1.140,2	707,1	1.999,5
2007 Ene	99,9	72,2	721,7	440,8	3.898,3	1.157,6	717,5	2.023,2
Feb	97,0	70,2	742,2	460,8	3.920,2	1.160,6	726,2	2.033,5
Mar ^(p)	98,5	71,6	774,8	488,3	3.956,6	1.170,7	738,4	2.047,5
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
III	4,8	3,4	32,5	20,7	91,2	8,3	30,8	52,1
IV	-6,5	-7,7	-11,0	-17,2	123,4	23,9	30,0	69,6
2007 Ene	17,0	17,0	16,8	19,0	36,7	12,6	7,2	16,9
Feb	-2,8	-2,0	21,6	20,7	24,6	3,8	9,3	11,5
Mar ^(p)	1,6	1,5	32,9	28,1	38,7	10,7	12,7	15,3
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
Sep	37,0	47,6	17,7	19,5	12,7	10,3	20,4	11,6
Dic	28,1	33,3	13,3	15,7	13,0	9,5	20,8	12,4
2007 Ene	30,5	37,1	11,4	13,2	13,2	9,8	20,4	12,7
Feb	28,8	36,9	10,8	12,3	12,6	9,1	19,6	12,3
Mar ^(p)	20,5	25,9	16,0	19,6	12,4	9,3	18,6	12,0

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^{1), 2)}

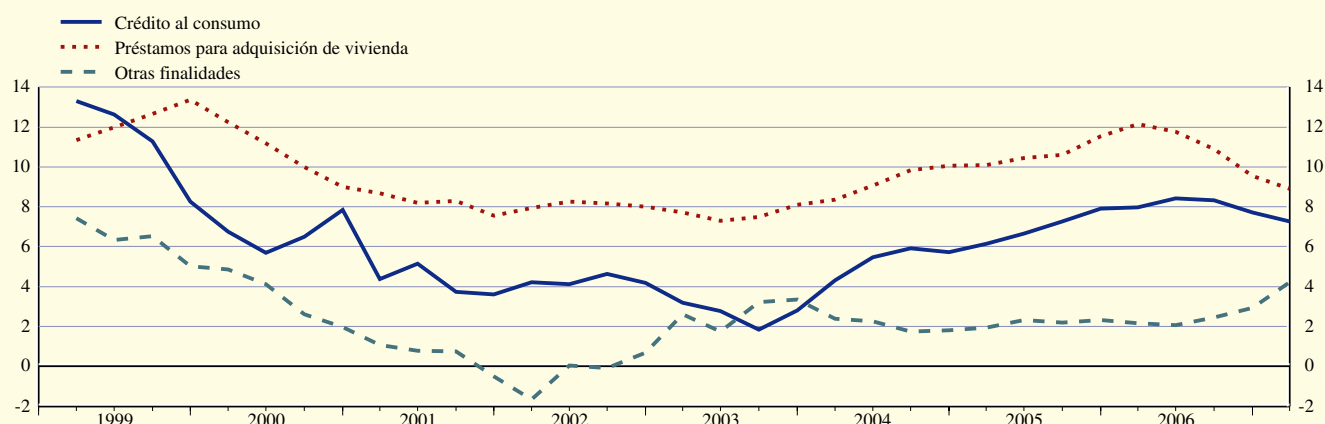
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	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	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 I	4.280,1	557,1	126,2	200,9	230,1	3.004,0	15,1	67,9	2.921,0	719,1	146,4	98,1	474,5
II	4.383,9	576,1	130,6	205,5	240,0	3.079,3	15,8	70,0	2.993,6	728,4	150,7	98,3	479,5
III	4.458,7	582,9	130,2	206,1	246,5	3.147,1	16,4	70,9	3.059,8	728,7	146,7	99,1	483,0
IV	4.534,7	586,5	135,4	202,7	248,4	3.209,6	15,6	72,1	3.122,0	738,6	146,2	101,5	490,9
2007 Ene	4.555,8	586,9	134,8	202,2	249,9	3.230,4	15,3	72,4	3.142,7	738,5	145,3	100,9	492,2
Feb	4.577,7	585,3	132,5	201,5	251,2	3.252,1	15,5	72,5	3.164,0	740,2	145,6	100,8	493,9
Mar ^(p)	4.609,4	590,0	133,3	202,9	253,8	3.270,7	16,1	71,8	3.182,7	748,7	147,5	102,2	499,0
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	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006 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
III	78,1	8,8	0,2	0,8	7,8	68,5	0,7	0,9	66,9	0,8	-4,0	0,8	4,0
IV	81,1	9,2	5,7	-1,5	5,1	63,3	0,1	1,3	61,9	8,5	1,3	1,8	5,4
2007 Ene	17,8	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	19,3	-0,3	0,4	19,3	-0,3	-1,2	-0,7	1,6
Feb	22,9	-1,2	-2,2	-0,6	1,6	22,0	0,3	0,1	21,6	2,2	0,4	-0,1	1,9
Mar ^(p)	32,6	5,5	0,9	1,5	3,1	18,7	0,6	-0,4	18,5	8,5	1,7	1,5	5,2
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	11,5	5,2	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Mar	9,8	8,0	5,9	5,8	11,1	12,1	6,9	6,0	12,3	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	11,9	2,1	0,8	2,4	2,4
Sep	9,1	8,3	5,1	4,1	14,0	10,9	9,5	7,3	11,0	2,5	1,3	3,2	2,7
Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,5	9,8	6,8	9,6	2,9	1,0	3,9	3,4
2007 Ene	8,0	7,3	6,2	2,0	12,5	9,4	8,9	7,8	9,5	2,9	0,5	3,8	3,4
Feb	8,1	6,7	5,2	1,2	12,5	9,4	10,6	7,6	9,5	3,4	1,1	3,0	4,1
Mar ^(p)	7,9	7,3	6,8	1,7	12,4	8,9	13,7	6,3	8,9	4,2	1,8	4,2	5,0

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^(1),2)

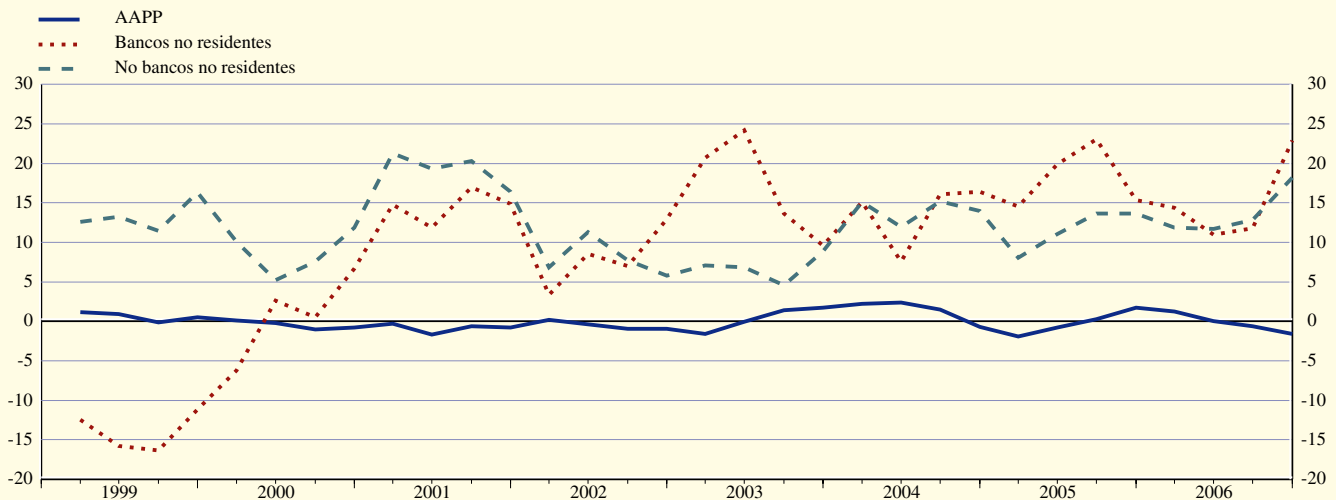
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 ³⁾	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	1.839,9	771,5	66,5	705,0
III	804,2	101,8	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
IV ^(p)	810,5	103,6	232,5	439,4	34,2	2.924,3	2.053,2	869,9	67,2	802,7
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	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	-3,0	-2,7	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
IV ^(p)	6,8	2,7	2,4	2,5	-1,4	218,7	159,3	58,2	1,3	56,9
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	-0,6	-12,8	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
Dic ^(p)	-1,6	-14,4	-5,8	3,1	17,1	21,5	22,9	18,2	1,8	19,8

C7 Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM^{1),2)}

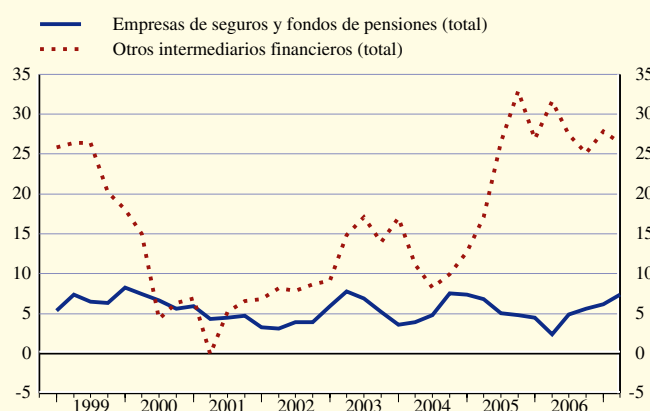
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros 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	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006 I	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	986,8	271,5	195,1	373,9	11,0	0,1	135,2
II	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.045,8	278,1	213,3	404,6	10,8	0,2	138,8
III	637,3	66,8	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.082,5	272,2	236,0	418,4	10,2	0,3	145,5
IV	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.137,3	282,7	252,6	469,4	10,6	0,2	121,7
2007 Ene	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,5	307,3	247,1	475,8	10,5	0,2	136,6
Feb	657,3	69,4	58,5	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,5	299,9	247,2	480,3	10,3	0,2	138,6
Mar	658,2	72,1	57,9	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,2	318,3	266,6	502,6	11,4	0,3	151,0
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	176,1	40,1	37,3	96,8	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
III	11,4	-1,9	3,2	8,0	-0,1	0,0	2,2	35,9	-6,6	22,5	14,0	-0,7	0,1	6,7
IV	12,9	3,6	6,1	2,7	0,0	0,0	0,6	50,1	5,5	17,1	50,8	0,5	-0,1	-23,6
2007 Ene	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	37,2	24,0	-6,4	5,1	-0,3	0,0	14,8
Feb	1,8	-2,4	0,9	3,4	0,1	-0,1	0,0	1,2	-6,8	0,8	5,3	-0,1	0,0	2,0
Mar	1,1	2,7	-0,5	0,2	0,0	0,0	-1,3	74,8	18,7	19,8	22,7	1,1	0,1	12,5
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	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Mar	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,6	20,7	41,8	52,2	6,1	-	4,7
Jun	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,4	18,2	43,5	42,5	-1,8	-	-1,8
Sep	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,1	7,9	39,3	40,2	-3,2	-	8,4
Dic	6,2	4,0	10,6	5,5	-16,3	-3,4	21,2	27,8	19,1	37,3	38,8	2,9	-	1,3
2007 Ene	5,6	-0,8	15,6	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,7	4,7	-	5,4
Feb	7,0	1,2	23,7	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,1	30,2	35,0	1,2	-	4,9
Mar	7,4	10,2	15,0	6,0	-2,9	-14,3	16,0	26,4	15,3	37,0	34,6	4,1	-	12,4

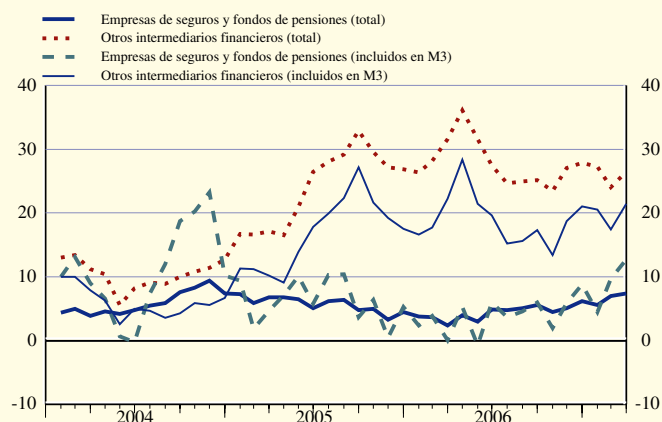
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM^{1), 2)}

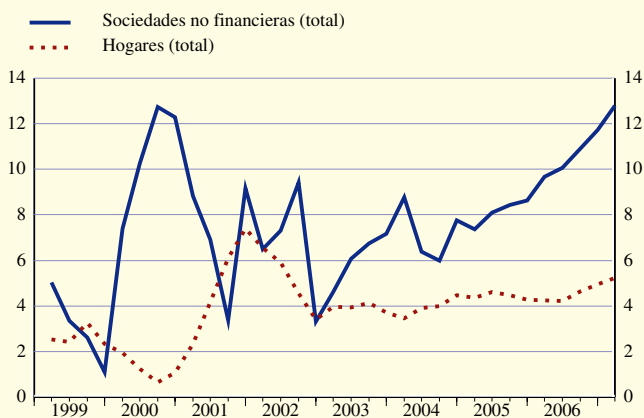
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005	1.211,9	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	313,0	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
III	1.268,9	790,6	334,7	73,4	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,3	613,8	608,9	1.355,4	93,0	64,8
IV	1.343,1	851,9	355,3	69,4	40,5	1,3	24,7	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 Ene	1.302,5	807,3	359,2	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,2	1.717,7	701,3	602,5	1.357,1	101,7	72,9
Feb	1.304,2	808,6	360,2	69,1	38,0	2,1	26,3	4.562,1	1.717,3	721,7	597,2	1.347,0	103,8	75,0
Mar ^(p)	1.346,8	832,5	378,0	68,6	39,4	1,3	27,0	4.590,6	1.727,4	746,2	593,2	1.342,0	105,4	76,4
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
III	32,0	6,9	21,6	0,2	0,2	0,0	3,1	17,5	-22,2	44,3	-6,3	-8,5	3,9	6,3
IV	79,6	62,6	23,2	-2,5	-3,4	0,0	-0,3	115,2	47,7	56,2	-1,6	0,7	6,9	5,2
2007 Ene	-45,0	-46,4	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,6	-5,4	1,0	1,8	2,9
Feb	2,8	1,8	1,6	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
Mar ^(p)	43,3	24,2	18,1	-0,5	1,4	-0,7	0,7	28,8	10,1	24,7	-4,1	-5,0	1,6	1,4
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
Sep	10,9	10,1	13,9	14,0	-0,5	4,2	10,6	4,6	4,8	19,2	-2,8	1,1	10,8	25,7
Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,4	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,7
2007 Ene	10,2	9,1	20,1	2,0	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
Feb	10,9	9,9	19,8	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
Mar ^(p)	12,8	11,9	22,2	-2,6	-16,2	-29,9	25,2	5,2	2,9	35,2	-4,8	-1,9	22,1	38,7

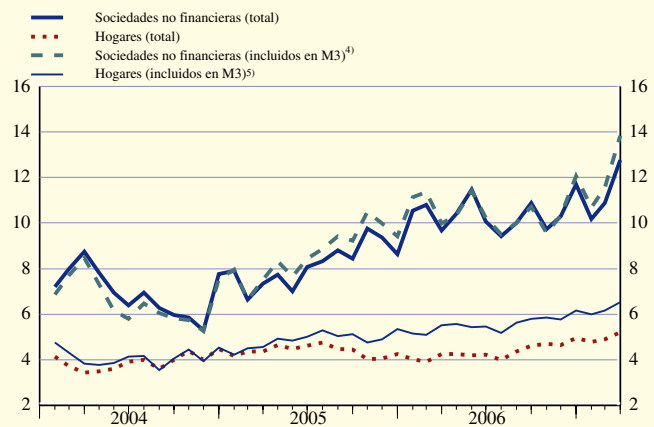
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM^{1), 2)}

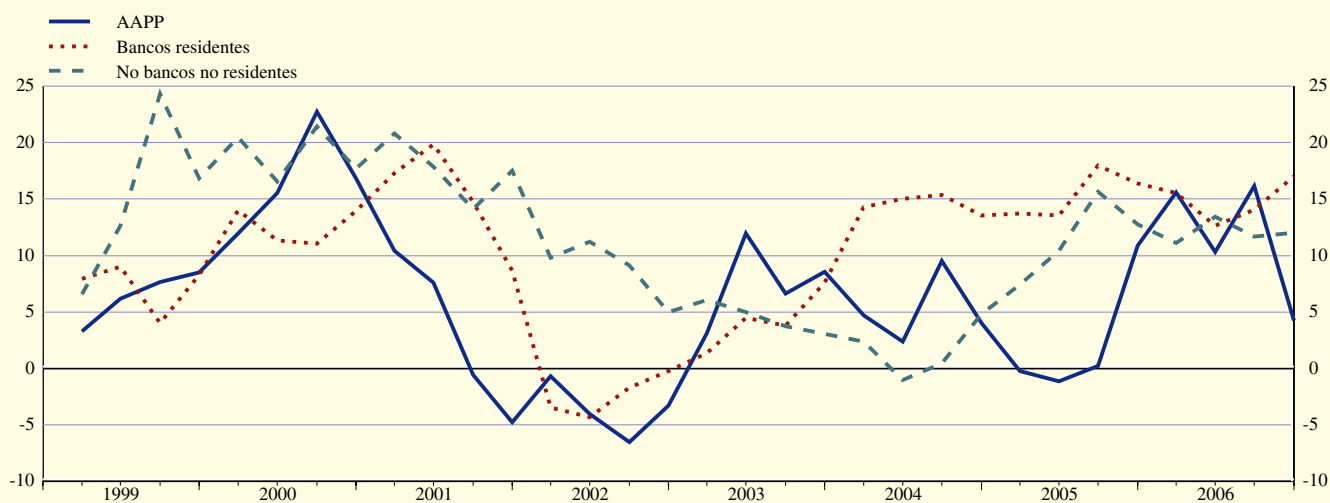
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 ³⁾	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	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
IV ^(p)	328,0	123,2	45,4	91,2	68,1	3.429,0	2.552,1	876,8	128,6	748,2
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	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
IV ^(p)	-7,7	-25,0	3,8	5,6	7,9	98,6	99,0	-0,6	-4,7	4,1
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	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
Dic ^(p)	4,2	-17,2	18,4	10,1	52,5	15,7	17,0	12,0	2,3	13,9

C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

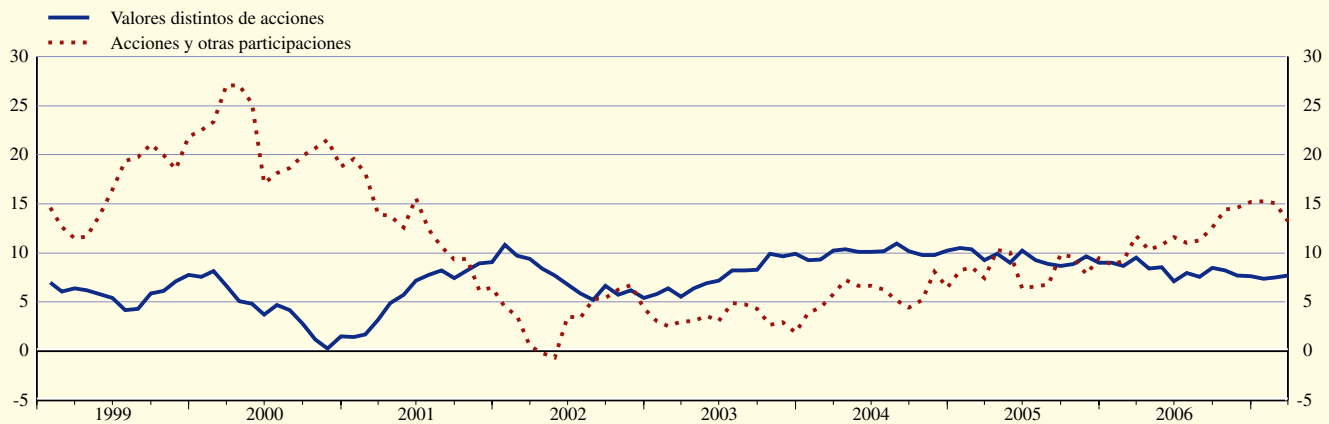
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006 I	4.551,2	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	966,3	1.359,5	323,6	773,0	262,9
II	4.565,7	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	977,7	1.367,8	334,5	774,7	258,7
III	4.652,8	1.557,7	68,9	1.334,7	16,7	589,3	28,7	1.056,8	1.415,5	342,4	797,2	275,8
IV	4.664,1	1.560,5	72,3	1.260,7	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.489,3	377,3	816,2	295,8
2007 Ene	4.756,2	1.586,5	75,1	1.279,9	16,2	613,7	30,6	1.154,2	1.528,4	386,0	833,5	308,9
Feb	4.791,0	1.596,6	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,4	1.541,8	395,9	823,7	322,3
Mar ^(p)	4.840,4	1.617,3	76,6	1.265,7	15,6	652,7	33,9	1.178,5	1.572,1	401,2	837,0	334,0
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	356,2	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006 I	172,6	59,2	3,6	23,4	0,2	22,2	3,4	60,7	89,2	10,7	67,2	11,3
II	45,4	15,1	-2,0	-20,8	1,0	29,1	-0,4	23,3	17,4	13,5	8,0	-4,0
III	72,4	39,0	4,1	-58,2	-0,7	18,6	1,2	68,4	25,6	2,1	10,0	13,4
IV	46,2	9,7	5,0	-66,8	0,0	30,3	2,2	65,9	61,5	32,6	11,1	17,9
2007 Ene	81,9	25,1	1,9	15,7	-0,7	-1,5	3,3	38,0	35,4	7,2	14,4	13,9
Feb	45,0	10,0	4,7	-3,4	0,0	11,1	2,3	20,2	14,6	10,0	-8,8	13,5
Mar ^(p)	58,2	21,4	-1,4	-10,9	-0,2	27,8	1,7	19,8	28,3	5,0	11,7	11,5
Tasas de crecimiento												
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,5	9,4	8,0	13,6
2006 Mar	9,5	8,3	1,2	1,6	-0,4	16,5	68,1	21,1	11,7	9,9	15,3	3,8
Jun	7,1	5,9	1,0	-0,9	12,4	17,4	50,7	15,9	11,6	12,6	12,3	8,3
Sep	8,5	8,5	6,9	-3,6	1,7	22,0	50,5	19,6	12,6	12,7	12,9	11,2
Dic	7,7	8,5	16,5	-8,8	3,0	19,2	25,7	24,1	15,2	18,7	13,6	15,2
2007 Ene	7,4	8,2	24,9	-9,2	-2,7	17,9	31,4	23,9	15,3	17,2	13,3	18,3
Feb	7,5	7,6	26,1	-9,0	-5,0	17,4	41,6	24,4	15,1	22,2	9,5	22,0
Mar ^(p)	7,7	8,0	18,5	-10,2	-3,6	21,3	39,5	24,6	13,3	21,5	5,9	24,7

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM^(1),2)

(mm de euros)

1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares³⁾

	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
III	-0,9	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,7
IV	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,8	-0,1	0,0	-0,6	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2007 Ene	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5
Feb	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Mar ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,0	-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
III	-2,5	-0,5	-1,2	-0,9	-0,2	0,0	-0,2
IV	-4,1	-0,7	-1,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,2
2007 Ene	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Feb	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Mar ^(p)	-0,7	0,1	-0,2	-0,7	-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	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006 I	-6,6	-1,2	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	-0,1	-0,3	15,9	4,0	6,6	5,3
II	-9,0	0,2	-0,1	-4,2	0,0	-1,2	-0,1	-3,6	-10,8	-2,2	-6,4	-2,2
III	11,7	2,0	0,0	6,0	0,0	1,3	0,0	2,3	14,0	3,0	8,1	2,8
IV	-4,2	0,0	-0,2	-5,3	-0,1	0,2	-0,1	1,3	12,2	2,3	7,8	2,1
2007 Ene	-0,7	-1,4	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,4	2,5	0,4	1,9	0,1
Feb	1,6	0,2	-0,1	0,8	0,0	0,8	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1
Mar ^(p)	-2,7	-0,4	0,0	-0,6	0,0	-0,8	0,0	-0,8	1,9	0,3	1,5	0,2

Fuente: BCE.

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

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las 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	7.361,0	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	7.467,7	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	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
III	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
IV ^(p)	5.247,0	90,7	9,3	5,7	0,4	1,4	1,2	8.010,9	96,3	3,7	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	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
IV ^(p)	2.552,1	45,2	54,8	35,5	2,4	2,6	11,1	876,8	51,0	49,0	31,8	1,3	1,9	10,4

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	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
IV ^(p)	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 I	4.656,3	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
II	4.730,3	-	-	-	-	-	9.591,2	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5	
III	4.790,9	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6	
IV ^(p)	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,7	96,4	3,6	1,7	0,1	1,1	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	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	1.839,9	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	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
IV ^(p)	2.053,2	50,6	49,4	29,1	2,2	2,3	10,8	869,9	39,8	60,2	42,5	1,3	4,0	8,7

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 I	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
II	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	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
IV ^(p)	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,3	0,3	1,3	1.922,7	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 I	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
II	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,8	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
III	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,6	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
IV ^(p)	510,7	52,5	47,5	28,4	0,7	0,4	14,5	598,0	38,7	61,3	35,6	4,5	0,8	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 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	5.135,6	316,7	1.908,3	145,2	1.763,1	1.776,1	600,9	180,3	353,2
III	5.356,3	317,2	1.984,7	178,4	1.806,3	1.872,5	631,2	181,5	369,2
IV ^(p)	5.545,3	320,4	2.005,0	170,5	1.834,5	2.019,2	670,5	186,0	344,1

2. Pasivo

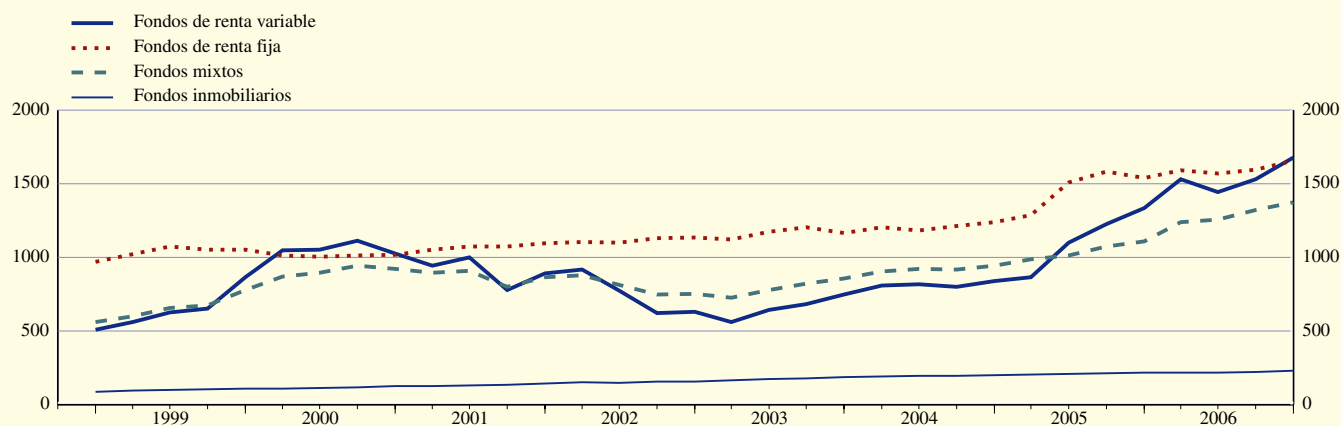
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2005 III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
III	5.356,3	75,9	4.996,9	283,6
IV ^(p)	5.545,3	77,6	5.211,7	256,0

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 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	5.135,6	1.441,6	1.569,3	1.256,4	217,4	650,9	3.910,9	1.224,7
III	5.356,3	1.531,5	1.594,1	1.320,7	221,2	688,9	4.082,9	1.273,5
IV ^(p)	5.545,3	1.678,5	1.657,1	1.374,3	229,8	605,6	4.246,7	1.298,6

CI4 Activos totales de los fondos de inversión²⁾

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

2.10 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 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	1.441,6	52,2	51,3	6,4	44,9	1.220,3	69,2	-	48,6
III	1.531,5	53,6	76,0	33,2	42,8	1.282,8	66,8	-	52,3
IV ^(p)	1.678,5	55,9	65,9	22,8	43,2	1.427,6	74,2	-	54,8
Fondos de renta fija									
2005 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	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III	1.594,1	105,5	1.288,5	86,8	1.201,7	41,6	48,2	-	110,3
IV ^(p)	1.657,1	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,9	-	110,0
Fondos mixtos									
2005 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	1.256,4	71,9	483,9	40,3	443,6	318,3	253,6	0,2	128,5
III	1.320,7	68,4	510,4	45,2	465,2	331,9	272,3	0,3	137,4
IV ^(p)	1.374,3	70,9	519,0	43,4	475,6	363,5	292,8	0,4	127,8
Fondos inmobiliarios									
2005 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	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,3	180,3	10,4
IV ^(p)	229,8	17,6	6,0	1,6	4,4	2,2	6,9	185,2	12,0

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2005 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	3.910,9	256,9	1.321,1	1.448,1	452,1	151,2	281,5
III	4.082,9	260,4	1.373,8	1.529,4	470,8	151,2	297,3
IV ^(p)	4.246,7	265,2	1.401,8	1.647,8	498,2	153,3	280,4
Fondos de inversores especiales							
2005 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	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV ^(p)	1.298,6	55,2	603,3	371,4	172,3	32,7	63,7

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 Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005 III	17.893,3	6.539,2	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	351,8	389,2
IV	18.328,7	6.740,9	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	369,6	366,8
2006 I	18.852,4	6.757,0	459,4	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	370,8	372,3
II	18.920,2	6.915,8	478,9	5.859,1	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	370,3	384,1
III	19.236,6	6.959,4	486,8	5.908,4	2.601,6	1.715,7	1.497,1	93,9	202,9	361,3	361,8
IV	19.793,7	7.159,3	513,3	6.115,1	2.721,1	1.795,6	1.500,5	97,9	156,9	373,8	346,9
Operaciones											
2005 III	97,6	1,0	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,6	11,5
IV	296,5	204,9	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	17,5	-12,7
2006 I	146,4	18,9	-6,1	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	1,3	6,7
II	304,7	164,1	19,6	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-0,8	5,4
III	151,6	55,6	7,9	50,4	-17,7	62,9	-4,5	9,7	-4,5	1,9	-19,1
IV	258,5	204,1	26,5	211,9	118,8	85,2	3,8	4,0	-46,4	12,2	-15,5
Tasas de crecimiento											
2005 III	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,7	1,3
IV	5,1	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	6,3	2,5
2006 I	4,9	6,1	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	9,4	-1,9
II	4,8	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,8	3,0
III	5,0	6,8	10,7	6,4	6,7	9,7	1,6	20,7	11,7	5,7	-5,1
IV	4,7	6,6	10,3	6,9	6,4	12,6	0,9	22,0	-9,3	3,9	-6,1

	Valores distintos de acciones			Acciones ^{b)}				Reservas técnicas de seguro			
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
											12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Saldos vivos											
2005 III	1.898,3	140,7	1.757,6	4.844,3	2.690,3	2.154,1	407,8	4.611,5	4.166,6	444,9	
IV	1.856,3	117,7	1.738,6	5.002,0	2.833,0	2.169,0	396,8	4.729,5	4.282,8	446,7	
2006 I	1.936,1	154,5	1.781,6	5.325,7	3.112,7	2.213,0	377,9	4.833,6	4.382,2	451,4	
II	1.954,7	161,5	1.793,2	5.174,0	3.030,9	2.143,2	377,0	4.875,6	4.423,3	452,4	
III	1.984,4	171,9	1.812,4	5.328,9	3.151,4	2.177,5	384,5	4.963,9	4.509,7	454,2	
IV	2.011,5	163,4	1.848,1	5.572,8	3.373,3	2.199,5	350,7	5.050,1	4.593,0	457,1	
Operaciones											
2005 III	-11,8	-2,2	-9,6	32,4	-5,5	37,9	3,3	75,9	69,6	6,3	
IV	-7,4	-21,6	14,2	6,4	3,2	3,2	-9,7	92,5	90,7	1,9	
2006 I	68,0	35,2	32,8	-26,7	-37,1	10,4	4,3	86,2	80,1	6,1	
II	34,4	9,1	25,4	46,2	55,0	-8,8	-2,5	59,9	59,2	0,7	
III	29,2	9,1	20,0	1,6	10,9	-9,2	9,6	65,2	66,1	-0,8	
IV	26,5	-6,1	32,6	-43,6	-27,9	-15,7	-9,1	71,5	70,1	1,4	
Tasas de crecimiento											
2005 III	1,7	-3,5	2,3	1,1	-1,2	3,8	-2,1	7,3	7,3	7,3	
IV	1,5	-11,0	2,6	2,8	1,3	4,6	-0,3	7,6	7,8	6,1	
2006 I	3,9	14,3	3,1	1,1	-0,6	3,3	-0,7	7,5	7,8	4,6	
II	4,4	14,1	3,6	1,3	0,6	2,1	-1,1	7,0	7,4	3,4	
III	6,5	22,6	5,3	0,6	1,2	-0,2	0,4	6,6	7,1	1,8	
IV	8,5	40,2	6,4	-0,4	0,0	-1,1	0,6	6,0	6,4	1,6	

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 III	19.269,3	9.373,2	8.240,1	931,0	87,8	843,2	3.956,0	1.235,8	2.720,1	4.486,2	295,1	4.191,1	555,5
IV	19.531,1	9.612,7	8.448,2	937,5	80,1	857,4	4.069,8	1.278,5	2.791,4	4.605,4	301,5	4.303,8	588,9
2006 I	20.160,6	9.836,1	8.642,9	931,8	87,0	844,7	4.205,8	1.301,6	2.904,2	4.698,6	297,3	4.401,3	645,3
II	20.253,4	10.065,7	8.854,1	918,3	89,0	829,2	4.336,5	1.350,2	2.986,3	4.810,9	307,2	4.503,7	693,3
III	20.642,9	10.238,2	9.014,9	910,5	90,9	819,7	4.434,5	1.365,8	3.068,8	4.893,1	304,6	4.588,5	746,4
IV	21.145,7	10.448,9	9.211,6	914,4	86,1	828,3	4.548,9	1.406,3	3.142,6	4.985,5	309,3	4.676,3	802,6
Operaciones													
2005 III	193,9	125,0	133,4	3,9	5,4	-1,5	29,4	-16,3	45,7	91,6	-2,7	94,4	29,6
IV	281,8	275,4	224,7	13,6	-7,4	21,0	140,2	45,1	95,1	121,6	6,6	115,0	48,3
2006 I	284,6	190,5	176,8	-5,5	6,9	-12,5	106,0	26,6	79,4	90,1	-2,6	92,7	66,4
II	342,7	247,1	219,0	-7,1	2,3	-9,4	139,7	50,1	89,6	114,4	10,1	104,3	68,2
III	200,0	177,2	166,4	-5,7	1,8	-7,5	97,0	21,2	75,9	85,9	-2,1	88,0	39,3
IV	243,1	256,8	210,0	4,5	-4,8	9,3	149,7	31,3	118,4	102,7	7,9	94,7	80,1
Tasas de crecimiento													
2005 III	5,0	6,6	7,1	0,2	-2,5	0,5	5,7	4,9	6,0	8,8	4,8	9,1	23,8
IV	5,8	7,7	8,1	1,4	-0,6	1,6	7,6	6,5	8,2	9,2	5,2	9,5	33,2
2006 I	6,0	8,8	9,2	1,4	12,7	0,4	9,4	8,1	10,1	9,8	4,1	10,2	42,3
II	5,9	9,1	9,3	0,5	8,8	-0,3	10,6	8,5	11,6	9,5	3,8	9,9	40,2
III	5,8	9,5	9,5	-0,5	4,2	-1,0	12,2	11,6	12,5	9,2	4,1	9,5	40,0
IV	5,5	9,1	9,1	-1,5	7,8	-2,3	12,1	10,1	13,0	8,5	4,4	8,8	43,1

	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 III	5.709,6	5.025,0	608,4	4.416,6	684,6	252,7	431,9	3.577,3	298,6	310,6
IV	5.614,7	4.950,3	580,5	4.369,9	664,4	242,8	421,6	3.674,7	315,2	313,8
2006 I	5.606,8	4.936,8	591,5	4.345,3	670,0	255,8	414,2	4.081,3	319,5	316,8
II	5.608,2	4.921,8	603,8	4.318,0	686,4	261,8	424,6	3.941,9	318,0	319,6
III	5.679,1	4.989,9	590,6	4.399,3	689,2	261,2	428,0	4.084,5	318,4	322,8
IV	5.596,0	4.907,8	562,8	4.345,0	688,2	262,0	426,2	4.448,0	326,7	326,1
Operaciones										
2005 III	-13,9	-2,4	-12,4	10,0	-11,5	-10,8	-0,7	76,8	2,7	3,3
IV	-32,0	-20,3	-25,1	4,7	-11,7	-10,2	-1,4	19,9	15,3	3,2
2006 I	88,7	79,0	10,6	68,4	9,7	12,9	-3,2	-1,9	4,4	3,0
II	75,6	54,0	11,4	42,6	21,6	5,9	15,7	18,7	-1,5	2,8
III	15,4	9,9	-13,3	23,1	5,6	-0,8	6,4	3,8	0,4	3,2
IV	-38,0	-41,6	-30,2	-11,4	3,6	7,6	-4,0	12,4	8,6	3,3
Tasas de crecimiento										
2005 III	3,5	4,1	-1,3	4,9	-0,8	1,1	-1,8	3,1	5,7	4,5
IV	3,9	4,5	-0,7	5,3	-0,7	1,4	-1,8	3,4	8,2	4,2
2006 I	2,9	3,5	-0,9	4,1	-1,0	-0,8	-1,1	3,1	13,0	4,2
II	2,1	2,2	-2,5	2,9	1,2	-0,8	2,4	3,5	7,0	4,0
III	2,6	2,4	-2,7	3,1	3,7	3,1	4,1	1,1	6,2	3,9
IV	2,5	2,0	-3,7	2,8	6,1	10,5	3,5	0,9	3,7	3,9

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 III	4.689,1	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	360,0	60,6	299,4	2.017,7	214,5	1.803,1
IV	4.750,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	356,6	63,9	292,7	2.039,3	212,9	1.826,4
2006 I	4.880,6	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	369,0	68,1	300,8	2.059,0	220,6	1.838,4
II	4.884,1	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	370,9	70,6	300,4	2.069,3	218,6	1.850,7
III	5.050,3	637,3	66,8	543,8	2,4	24,4	370,9	67,0	303,8	2.127,8	217,7	1.910,1
IV	5.130,4	650,0	70,2	552,5	2,4	24,9	361,3	63,3	298,0	2.110,4	212,3	1.898,1
	Operaciones											
2005 III	78,3	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,3	-0,1	2,4	36,9	2,6	34,2
IV	67,1	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	-4,0	3,6	-7,6	47,4	8,8	38,6
2006 I	97,6	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	14,1	4,3	9,9	41,9	6,9	35,0
II	68,6	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	2,9	2,4	0,5	22,4	-3,8	26,2
III	85,5	11,4	-1,9	11,2	-0,1	2,2	5,1	0,8	4,3	33,0	-0,3	33,3
IV	41,0	12,9	3,6	8,8	0,0	0,6	-8,4	-3,7	-4,7	22,1	-0,6	22,7
	Tasas de crecimiento											
2005 III	7,8	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	0,2	1,1	0,0	11,2	59,2	9,1
IV	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-2,2	8,3	-4,1	9,1	10,4	9,0
2006 I	7,0	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	2,2	14,4	0,0	8,6	11,1	8,3
II	6,9	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,4	18,1	1,8	7,5	6,9	7,6
III	6,8	5,6	10,9	4,9	-6,9	8,6	5,0	18,2	2,4	7,2	5,4	7,4
IV	6,2	6,2	4,0	6,0	-9,3	21,2	3,9	5,8	3,4	5,9	1,0	6,4

	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 III	1.569,4	682,0	887,4	88,5	139,1	4.855,2	92,4	65,2	23,3	251,2	4.488,3	3.832,2	656,1	
IV	1.608,3	697,4	910,9	81,9	133,4	4.999,5	82,3	64,6	21,9	285,9	4.609,3	3.943,2	666,1	
2006 I	1.702,4	733,8	968,6	81,6	137,2	5.137,6	99,7	81,9	22,1	300,5	4.715,3	4.041,0	674,3	
II	1.678,9	705,8	973,0	85,5	139,2	5.167,7	102,6	84,7	22,3	274,5	4.768,2	4.088,2	680,0	
III	1.772,7	754,4	1.018,3	85,9	141,7	5.308,0	107,2	89,5	23,1	310,0	4.867,8	4.173,9	693,9	
IV	1.865,2	825,0	1.040,2	85,9	143,4	5.386,3	99,4	82,8	26,2	320,8	4.939,9	4.255,3	684,6	
	Operaciones													
2005 III	29,3	11,8	17,6	0,4	2,6	79,8	-0,4	1,4	0,6	1,1	78,5	68,4	10,1	
IV	21,3	-2,2	23,4	-7,8	-6,2	100,3	-0,5	-0,6	-1,2	4,0	98,0	88,9	9,1	
2006 I	36,0	-5,2	41,2	-0,2	4,9	105,5	17,3	17,1	0,0	0,1	88,1	78,2	9,9	
II	27,4	6,3	21,1	3,3	3,0	66,6	3,0	2,8	0,3	0,1	63,2	58,3	4,9	
III	32,6	11,3	21,2	-0,7	3,4	84,8	4,5	4,8	0,6	4,1	75,6	62,6	13,0	
IV	11,9	0,9	11,0	0,3	2,5	74,8	-6,3	-6,5	3,1	0,3	77,7	65,4	12,3	
	Tasas de crecimiento													
2005 III	7,1	4,4	9,2	19,3	5,4	7,0	1,1	22,8	6,3	0,9	7,4	7,6	6,4	
IV	7,9	3,8	11,0	-1,7	1,9	7,8	14,4	30,8	0,4	2,7	8,0	8,3	6,5	
2006 I	8,4	1,7	13,4	-1,5	2,8	7,9	21,2	40,4	-2,0	2,6	8,0	8,4	5,5	
II	7,7	1,7	12,2	-4,9	3,2	7,5	20,8	32,5	-1,2	2,4	7,5	7,9	5,3	
III	7,5	1,5	12,1	-6,1	3,7	7,4	26,3	37,1	-1,1	3,3	7,2	7,5	5,6	
IV	6,7	1,9	10,4	3,2	10,4	6,6	22,4	28,1	18,5	1,6	6,6	6,7	6,0	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

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

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

2. Sociedades no financieras

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

3. Hogares⁵⁾

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

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

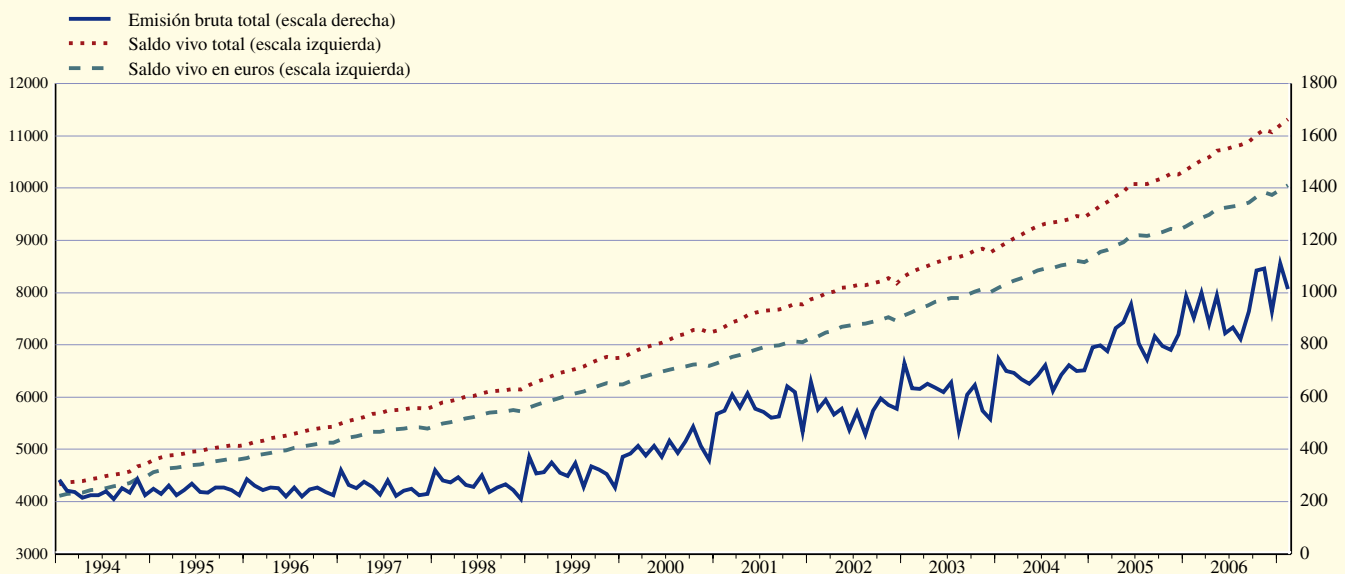
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2006 Feb	10.990,3	917,7	105,2	9.353,5	846,0	76,3	10.448,3	902,8	89,0	7,2	61,3	7,5
Mar	11.142,4	1.050,4	151,8	9.434,6	937,1	80,9	10.532,9	998,6	97,4	7,6	70,4	8,0
Abr	11.165,0	873,7	19,4	9.486,2	820,7	48,5	10.590,7	881,5	67,5	7,2	55,6	7,9
May	11.291,8	1.007,7	127,0	9.598,3	936,8	112,2	10.711,6	989,0	126,0	7,7	88,9	8,2
Jun	11.354,0	895,4	64,1	9.619,5	792,8	23,0	10.744,1	845,8	31,7	6,6	24,1	7,1
Jul	11.367,0	877,4	12,5	9.654,8	819,9	34,8	10.793,4	867,6	44,6	7,0	53,6	6,9
Ago	11.399,2	837,8	31,8	9.676,3	779,9	21,0	10.823,1	822,5	24,4	7,3	74,5	7,1
Sep	11.520,0	1.004,1	120,3	9.726,9	882,0	50,2	10.891,7	927,6	56,9	7,3	57,0	6,8
Oct	11.616,0	1.106,1	93,8	9.830,3	1.022,9	101,5	11.026,8	1.085,6	122,0	8,0	122,8	8,1
Nov	11.753,4	1.133,4	136,5	9.921,7	1.036,7	90,9	11.118,2	1.092,3	107,1	8,2	99,8	8,3
Dic	11.734,9	978,7	-19,1	9.868,8	884,7	-53,9	11.075,1	929,1	-58,2	7,9	41,1	8,6
2007 Ene	.	.	.	9.966,1	1.051,8	97,4	11.202,1	1.111,1	115,7	8,0	76,3	9,0
Feb	.	.	.	10.056,5	951,2	90,5	11.311,9	1.014,3	116,9	8,2	88,3	9,2
A largo plazo												
2006 Feb	10.034,7	215,0	88,0	8.485,6	170,7	59,6	9.439,1	196,3	71,8	7,6	49,5	7,8
Mar	10.131,2	243,8	96,8	8.556,5	194,3	71,3	9.507,8	220,1	79,6	7,8	60,2	8,1
Abr	10.167,3	174,9	34,6	8.585,9	141,7	28,1	9.545,7	170,7	47,9	7,5	49,3	8,1
May	10.268,0	205,9	101,0	8.671,8	167,4	86,1	9.638,9	187,0	95,7	7,7	63,7	7,7
Jun	10.327,0	199,6	59,7	8.735,2	167,7	64,0	9.722,8	192,6	80,2	6,7	52,1	7,2
Jul	10.360,7	186,6	33,9	8.761,0	158,5	25,9	9.763,7	177,1	37,0	7,2	49,0	7,0
Ago	10.377,0	90,4	16,5	8.772,2	71,5	11,4	9.781,7	87,9	20,8	7,5	65,8	7,3
Sep	10.470,8	218,4	94,2	8.827,2	156,7	55,4	9.851,1	175,4	62,9	7,6	53,4	7,1
Oct	10.572,6	224,7	99,4	8.897,5	173,8	68,3	9.943,5	206,1	85,9	8,1	101,8	8,2
Nov	10.706,6	224,9	133,1	8.992,2	167,2	94,0	10.037,0	193,0	108,3	8,4	101,3	9,0
Dic	10.733,5	173,1	24,3	9.012,8	132,4	17,7	10.065,4	152,1	14,7	8,2	57,6	9,1
2007 Ene	.	.	.	9.063,4	176,3	50,5	10.136,8	199,9	61,3	8,2	64,6	9,4
Feb	.	.	.	9.139,5	183,3	76,3	10.226,4	213,9	97,3	8,4	74,1	9,5

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	10.259	4.112	925	613	4.325	283	9.869	6.983	325	1.033	1.434	95
2006	11.075	4.556	1.163	645	4.406	305	11.329	8.374	413	1.118	1.339	85
2006 I	10.533	4.262	969	621	4.391	289	2.888	2.106	85	256	418	22
II	10.744	4.340	1.032	639	4.436	298	2.716	1.976	107	260	351	22
III	10.892	4.438	1.068	637	4.450	298	2.618	1.928	78	265	329	18
IV	11.075	4.556	1.163	645	4.406	305	3.107	2.364	143	336	241	23
2006 Nov	11.118	4.555	1.136	648	4.474	304	1.092	834	43	114	91	9
Dic	11.075	4.556	1.163	645	4.406	305	929	728	44	106	46	5
2007 Ene	11.202	4.634	1.171	645	4.445	306	1.111	851	24	76	153	7
Feb	11.312	4.700	1.203	648	4.455	306	1.014	769	45	75	118	8
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 I	1.025	539	7	98	376	5	2.276	1.817	14	242	195	8
II	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
III	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
IV	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2006 Nov	1.081	596	12	103	367	4	899	732	4	104	57	2
Dic	1.010	570	12	94	329	4	777	646	4	95	30	2
2007 Ene	1.065	607	12	96	346	4	911	753	6	73	77	3
Feb	1.085	612	12	100	357	5	800	655	5	71	68	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.313	3.630	918	523	3.964	278	2.072	937	279	90	705	61
2006	10.065	3.986	1.151	551	4.077	301	2.154	999	354	94	653	54
2006 I	9.508	3.723	962	523	4.015	285	612	290	71	14	223	15
II	9.723	3.809	1.021	538	4.061	294	550	237	91	33	175	14
III	9.851	3.877	1.057	540	4.083	294	440	195	62	16	158	9
IV	10.065	3.986	1.151	551	4.077	301	551	278	130	31	97	16
2006 Nov	10.037	3.959	1.125	546	4.107	300	193	102	39	10	35	7
Dic	10.065	3.986	1.151	551	4.077	301	152	82	40	12	15	3
2007 Ene	10.137	4.027	1.159	549	4.099	302	200	98	18	4	76	4
Feb	10.226	4.088	1.191	548	4.098	301	214	114	40	4	51	5
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.720	2.017	459	413	3.615	217	1.227	412	91	54	621	48
2006	7.043	2.132	535	420	3.718	237	1.287	474	137	60	576	40
2006 I	6.822	2.061	475	407	3.653	225	401	156	31	8	195	12
II	6.917	2.081	499	415	3.691	232	332	109	41	21	151	10
III	6.970	2.108	508	414	3.707	233	275	94	22	11	140	8
IV	7.043	2.132	535	420	3.718	237	280	116	44	20	90	10
2006 Nov	7.053	2.135	529	418	3.733	237	100	43	11	9	33	4
Dic	7.043	2.132	535	420	3.718	237	65	32	10	6	15	2
2007 Ene	7.092	2.158	539	420	3.737	238	139	59	7	2	67	4
Feb	7.128	2.187	554	418	3.729	239	133	60	21	4	43	4
Del cual: a tipo variable												
2005	2.259	1.344	456	94	305	60	715	429	188	28	58	12
2006	2.604	1.501	609	118	313	63	713	403	214	31	51	15
2006 I	2.332	1.385	482	97	308	60	172	108	39	4	18	3
II	2.431	1.425	516	108	320	62	177	95	50	12	15	4
III	2.489	1.444	543	110	332	60	134	76	40	4	13	2
IV	2.604	1.501	609	118	313	63	230	123	85	11	5	6
2006 Nov	2.571	1.479	589	112	328	63	77	43	28	1	2	3
Dic	2.604	1.501	609	118	313	63	75	38	30	6	0	1
2007 Ene	2.616	1.514	612	116	311	63	46	32	9	1	3	0
Feb	2.660	1.539	629	117	315	62	68	43	19	1	4	1

Fuente: BCE.

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

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

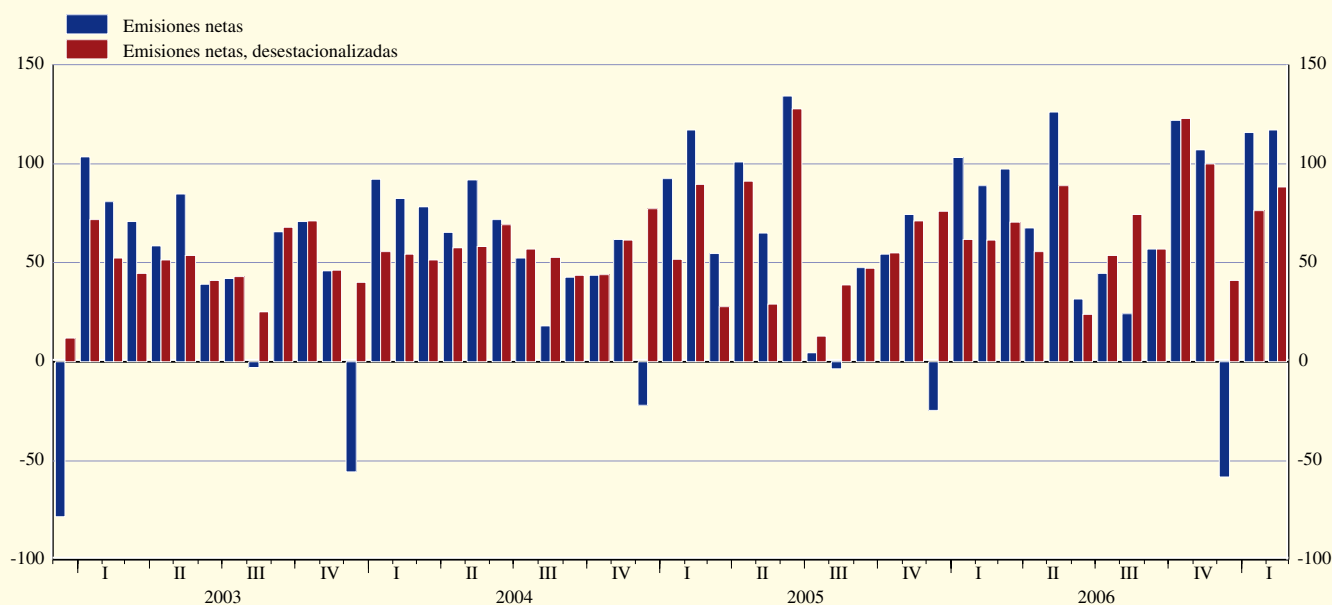
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	716,9	316,5	175,6	22,2	170,3	32,4	718,7	319,9	171,5	22,4	172,5	32,5
2006	811,6	418,2	244,4	36,3	90,4	22,3	810,7	422,5	239,8	36,7	89,4	22,3
2006 I	289,5	158,7	46,0	9,4	68,5	6,9	193,3	106,9	66,1	6,0	8,2	6,1
II	225,2	83,6	64,5	19,4	48,6	9,1	168,6	88,0	52,0	12,8	7,3	8,6
III	125,9	78,1	36,3	-2,4	14,4	-0,5	185,1	94,6	52,9	1,7	33,7	2,3
IV	171,0	97,7	97,7	10,0	-41,2	6,7	263,6	133,0	68,8	16,2	40,2	5,4
2006 Nov	107,1	39,7	30,1	4,5	27,2	5,6	99,8	42,2	24,1	5,7	24,2	3,7
Dic	-58,2	-14,1	27,0	-3,0	-68,3	0,3	41,1	32,6	0,2	5,6	0,9	1,9
2007 Ene	115,7	70,1	6,5	-0,3	38,3	1,2	76,3	52,6	25,2	-3,2	1,2	0,5
Feb	116,9	68,7	33,6	3,7	11,1	-0,2	88,3	49,2	35,2	3,3	1,8	-1,3
A largo plazo												
2005	709,2	293,1	176,1	22,5	185,0	32,6	710,8	294,9	172,0	22,4	188,9	32,7
2006	762,0	345,3	239,1	32,9	121,5	23,3	761,2	347,5	234,4	32,8	123,3	23,3
2006 I	208,5	100,5	45,8	1,8	53,4	7,0	167,1	70,0	65,9	7,0	18,3	6,0
II	223,8	87,3	61,4	16,3	49,7	9,1	165,1	85,1	48,8	9,7	12,9	8,6
III	120,7	61,8	34,9	2,6	21,5	-0,1	168,2	66,6	51,5	4,8	42,7	2,6
IV	208,9	95,6	97,0	12,2	-3,1	7,2	260,7	125,8	68,2	11,3	49,4	6,1
2006 Nov	108,3	45,8	29,8	2,5	24,2	6,0	101,3	52,2	24,2	2,4	18,5	4,1
Dic	14,7	12,7	26,2	5,5	-30,1	0,4	57,6	38,3	-0,5	6,3	11,5	2,0
2007 Ene	61,3	34,9	7,0	-2,3	21,0	0,7	64,6	38,2	25,6	1,0	-0,2	0,0
Feb	97,3	64,4	33,6	-0,4	0,1	-0,4	74,1	46,3	35,5	1,1	-7,6	-1,3

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

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

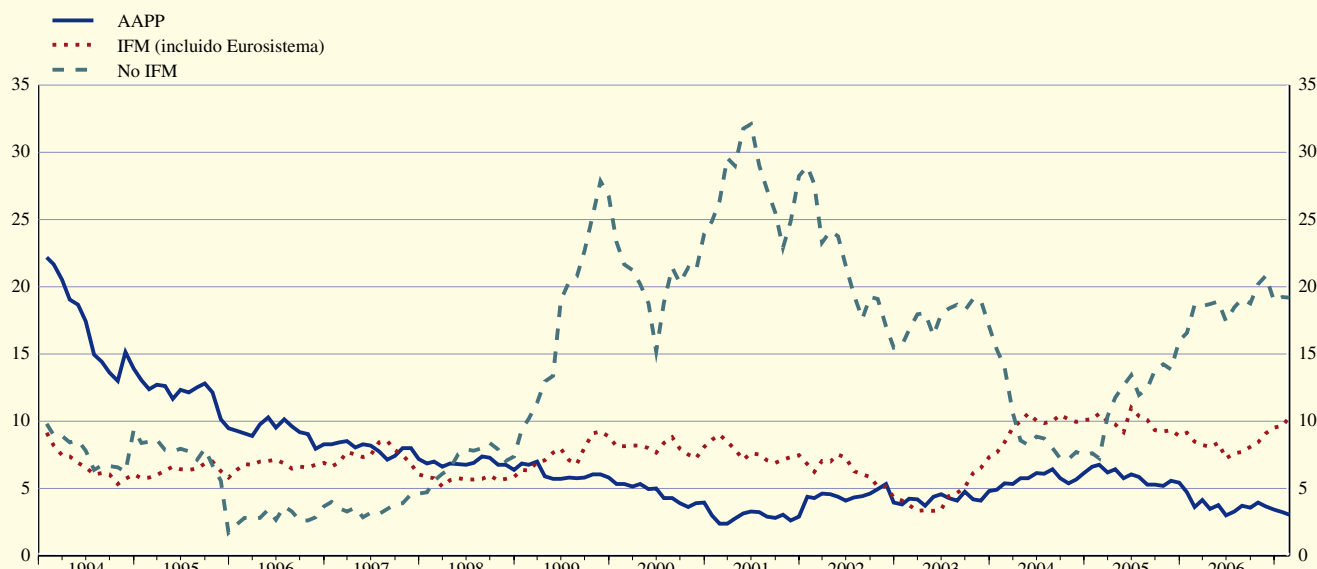


Fuente: BCE.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del 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 distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 Feb	7,2	8,9	26,9	3,0	2,5	11,9	7,5	8,1	30,9	4,2	2,8	14,3
Mar	7,6	9,3	27,2	2,9	3,0	11,7	8,0	9,3	31,7	3,9	2,6	13,1
Abr	7,2	8,9	27,2	2,6	2,5	10,2	7,9	9,3	31,5	3,3	2,7	11,5
May	7,7	9,9	26,6	3,7	2,6	12,2	8,2	10,5	31,5	6,1	1,8	10,5
Jun	6,6	8,1	24,4	4,6	1,8	12,4	7,1	9,6	27,7	6,2	0,7	10,6
Jul	7,0	8,3	26,3	4,7	2,2	11,8	6,9	8,9	26,6	5,2	1,2	10,7
Ago	7,3	8,4	27,9	3,4	2,5	12,2	7,1	8,8	25,2	2,6	2,3	10,2
Sep	7,3	9,0	27,1	4,3	2,2	10,3	6,8	8,8	22,8	4,7	1,9	7,7
Oct	8,0	9,6	29,7	4,0	2,6	9,5	8,1	10,1	28,1	4,7	2,5	7,6
Nov	8,2	10,0	30,2	5,2	2,5	8,8	8,3	9,5	28,8	4,2	3,3	7,0
Dic	7,9	10,2	26,5	5,9	2,1	7,9	8,6	10,7	25,2	5,7	3,4	5,3
2007 Ene	8,0	10,5	27,0	5,2	1,9	7,4	9,0	12,3	27,3	5,2	2,6	4,1
Feb	8,2	10,7	27,0	5,3	2,1	5,8	9,2	12,7	28,8	8,0	1,9	1,4
A largo plazo												
2006 Feb	7,6	8,4	27,2	5,9	3,0	12,6	7,8	7,6	31,0	7,2	3,0	15,1
Mar	7,8	8,2	27,6	5,0	3,6	12,2	8,1	7,9	32,0	5,9	3,3	13,7
Abr	7,5	8,1	27,5	5,4	3,0	10,6	8,1	7,8	31,4	5,8	3,7	12,0
May	7,7	8,3	26,7	6,8	3,2	12,6	7,7	7,7	31,2	8,1	2,7	11,1
Jun	6,7	7,2	24,3	6,4	2,3	12,8	7,2	8,7	27,1	6,5	1,6	10,8
Jul	7,2	7,6	26,2	6,0	2,7	12,0	7,0	7,9	26,0	5,1	2,1	10,8
Ago	7,5	7,7	27,6	5,5	3,1	12,5	7,3	7,8	24,5	3,9	3,3	10,0
Sep	7,6	8,1	26,8	5,7	3,1	10,9	7,1	8,3	21,9	5,6	2,8	8,1
Oct	8,1	8,4	29,4	5,2	3,6	10,0	8,2	9,0	27,5	4,6	3,5	8,2
Nov	8,4	9,1	29,9	5,7	3,3	9,4	9,0	10,5	28,4	3,2	3,9	7,7
Dic	8,2	9,5	26,1	6,3	3,1	8,4	9,1	10,4	25,0	6,1	4,6	6,0
2007 Ene	8,2	9,6	26,7	6,2	2,9	7,6	9,4	11,4	27,2	7,3	3,8	4,5
Feb	8,4	10,3	26,8	5,5	2,9	5,9	9,5	12,8	29,0	7,1	2,4	1,8

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.

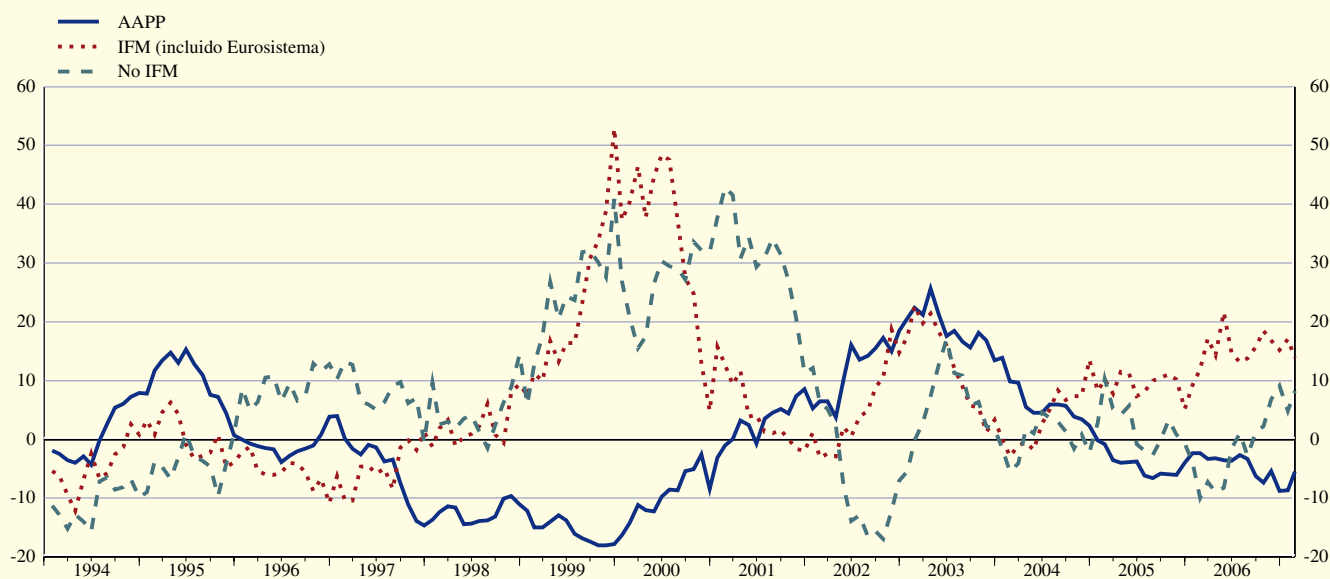
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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 distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,7	0,4	5,5	15,0	19,4	18,3	35,7	22,6	9,9	4,7
2006	4,5	4,7	13,8	1,1	3,1	13,4	16,6	11,7	42,4	27,4	5,2	4,3
2006 I	4,3	4,2	8,9	0,7	3,6	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,3
II	4,2	4,4	11,7	1,1	3,0	13,6	16,8	11,9	45,5	28,3	3,6	5,4
III	4,4	4,6	14,9	1,0	2,8	13,8	15,1	10,0	39,6	30,1	4,1	6,3
IV	5,1	5,4	19,5	1,8	3,1	11,1	15,8	11,0	37,8	26,8	5,5	4,5
2006 Sep	4,7	5,1	16,9	1,5	2,9	12,9	14,9	10,1	37,4	27,8	5,1	3,7
Oct	5,1	5,1	20,0	0,7	3,3	12,0	15,9	10,7	39,3	29,6	6,2	2,8
Nov	5,2	5,5	20,9	2,4	3,0	10,3	16,3	11,3	38,8	24,4	6,5	6,2
Dic	5,2	6,0	18,2	3,0	3,1	9,3	15,3	11,7	33,7	25,2	2,7	5,0
2007 Ene	5,2	5,7	19,0	4,0	3,1	8,4	15,1	12,2	34,0	21,1	0,2	4,5
Feb	5,5	6,7	20,8	3,5	3,0	6,7	14,9	12,2	32,3	20,1	1,0	3,1
En euros												
2005	4,3	0,9	9,2	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,0	22,6	10,3	5,3
2006	3,8	3,1	11,3	0,3	3,2	13,6	15,5	10,1	38,8	30,4	5,4	3,5
2006 I	3,8	2,4	9,1	0,6	3,5	16,1	18,1	12,9	45,6	26,4	8,2	1,2
II	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,5	10,2	41,4	31,6	3,6	4,3
III	3,6	3,1	11,2	-0,2	2,9	13,7	13,6	8,1	35,1	33,9	4,1	4,9
IV	4,3	4,1	14,8	0,1	3,3	11,2	14,9	9,6	35,0	29,6	5,6	3,5
2006 Sep	3,9	3,7	12,8	0,4	2,9	12,9	13,8	8,5	34,2	31,2	5,1	2,6
Oct	4,2	3,5	14,7	-1,2	3,6	12,1	15,1	9,2	36,8	32,9	6,3	2,0
Nov	4,4	4,4	15,9	0,6	3,2	10,4	15,5	10,1	36,2	26,9	6,6	5,2
Dic	4,6	4,9	14,6	1,1	3,4	9,5	14,1	10,3	30,2	27,1	2,8	4,0
2007 Ene	4,7	5,0	15,0	2,0	3,5	8,4	13,7	10,6	30,6	22,3	0,2	3,8
Feb	4,8	5,9	15,9	1,4	3,3	6,7	13,8	11,1	29,0	21,1	1,1	2,9

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

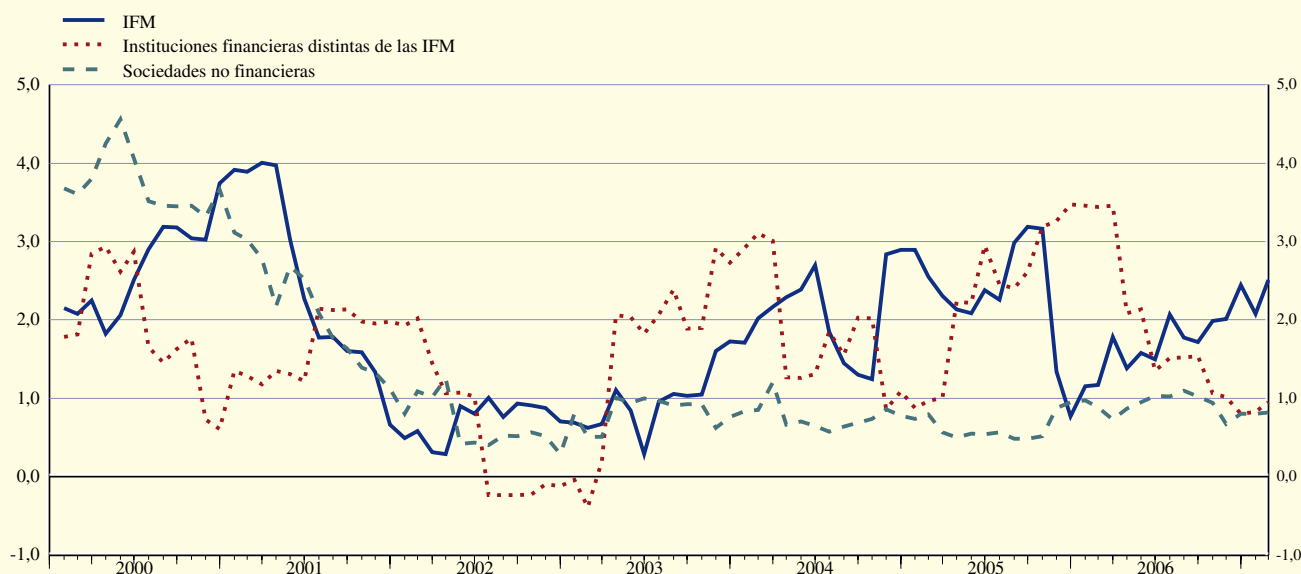
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		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
2005 Feb	4.263,1	102,6	1,1	681,4	2,6	435,5	1,0	3.146,1	0,8
Mar	4.250,5	102,7	0,9	677,8	2,3	425,4	1,0	3.147,3	0,6
Abr	4.102,5	102,9	0,9	656,0	2,1	410,8	2,2	3.035,6	0,5
May	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
Jun	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
Jul	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
Ago	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
Sep	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
Oct	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
Feb	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
Mar	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
Abr	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
May	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
Jun	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
Jul	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
Ago	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
Sep	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
Oct	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
Nov	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,4	0,7
Dic	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 Ene	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
Feb	6.228,0	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.513,4	0,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

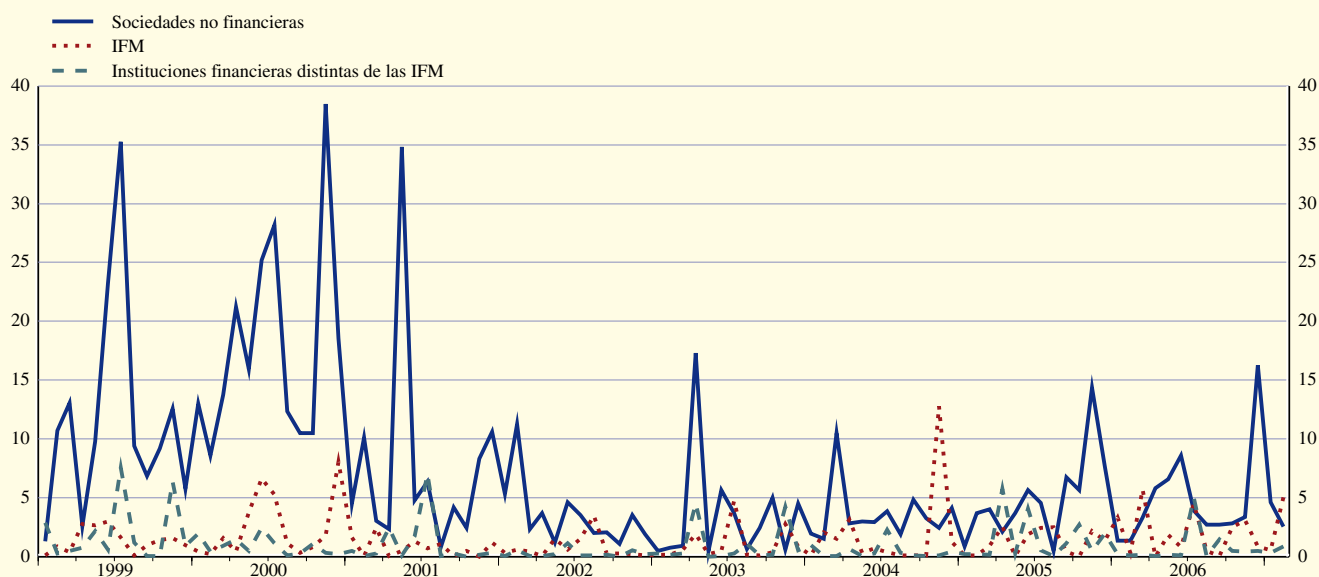
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	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
2005 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	3,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	3,7	2,8	0,8
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	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
Dic	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	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	0,1	0,0	0,1	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	0,5	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	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
Jun	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
Jul	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	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	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
Dic	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 Ene	5,4	3,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,1	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,1	0,5

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
2006 Mar	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
Apr	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	2,99	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
Nov	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,99	3,88	3,41
2007 Ene	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
Feb	1,01	3,37	3,63	2,71	2,36	3,07	1,62	3,48	3,80	4,14	3,47

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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
Apr	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	4,65	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
Nov	10,08	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,25	4,90
Dic	10,03	7,56	6,08	7,97	7,72	4,55	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,23	4,82
2007 Ene	10,15	7,63	6,71	8,39	8,26	4,67	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,34	7,67	6,87	8,25	8,29	4,69	4,66	4,68	4,57	4,90	5,26	5,37	5,08

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
2006 Mar		5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	3,83	4,18
Apr		5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
May		5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
Jun		5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
Jul		5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36
Ago		5,56	4,70	5,09	4,60	3,97	4,33	4,49
Sep		5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,41	4,47
Oct		5,76	4,91	5,16	4,57	4,24	4,37	4,45
Nov		5,82	5,00	5,24	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic		5,80	5,08	5,23	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene		5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
Feb		6,00	5,21	5,43	4,77	4,50	4,66	4,67

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) Los datos anteriores al año 2007 se refieren al Euro-12, es decir, a la zona del euro excluida Eslovenia.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro

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

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

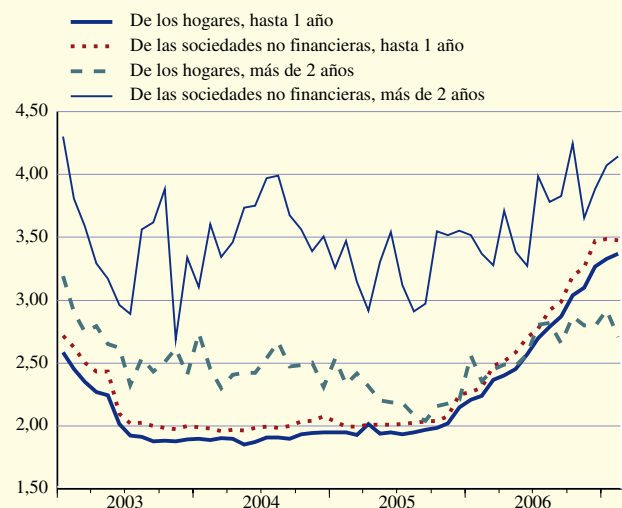
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Mar	0,76	2,16	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	3,69	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
Feb	1,01	3,07	3,11	2,36	3,07	1,62	3,51	3,93	3,41

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
2006 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	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
Oct	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,00	4,35	4,70	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,04	4,39	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,47	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,85	4,84

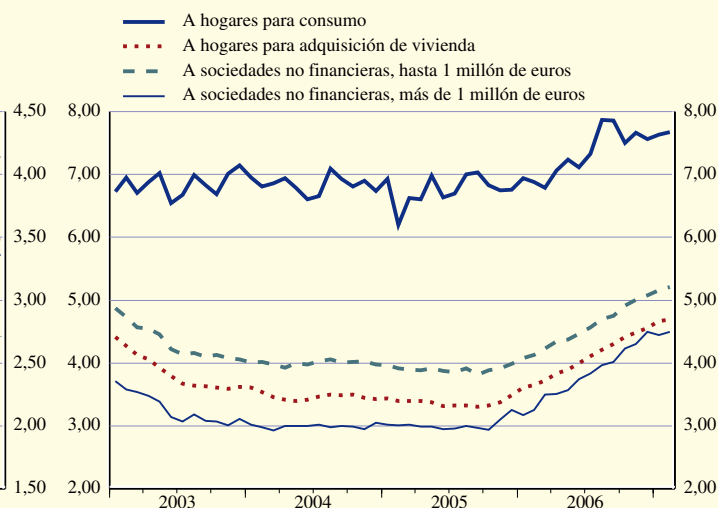
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

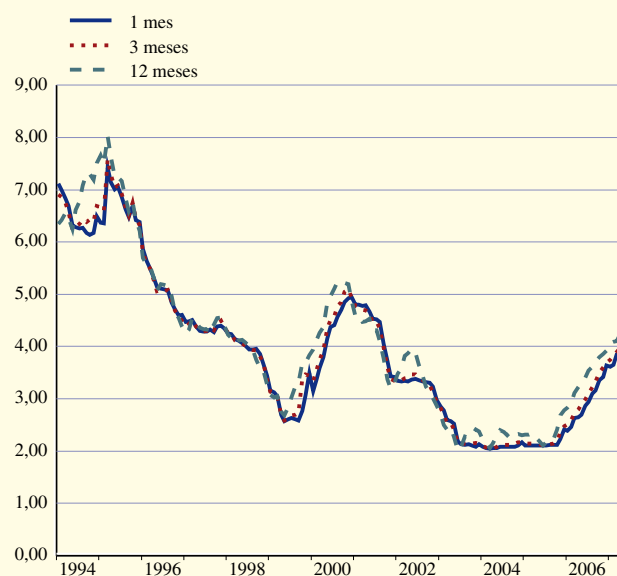
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					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
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
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
2006 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
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66

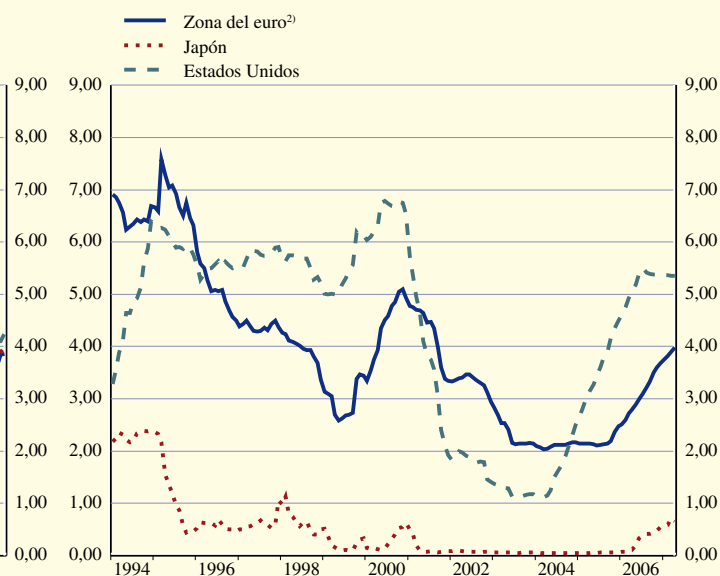
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

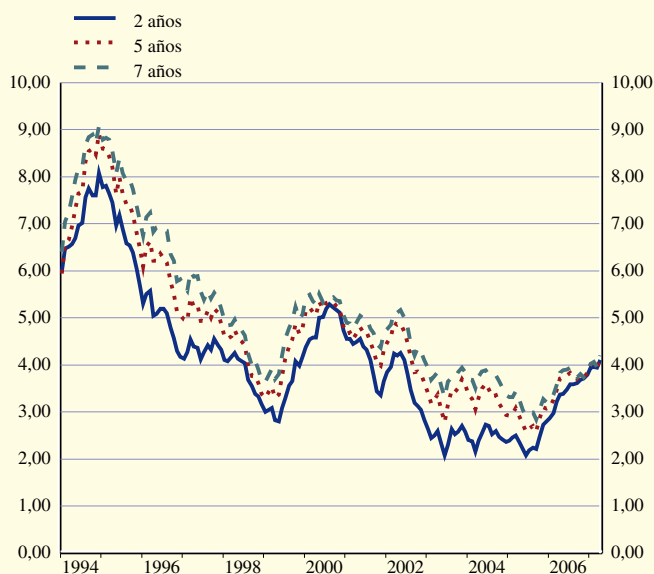
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					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
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
2007 I	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
2006 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
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
Abr	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67

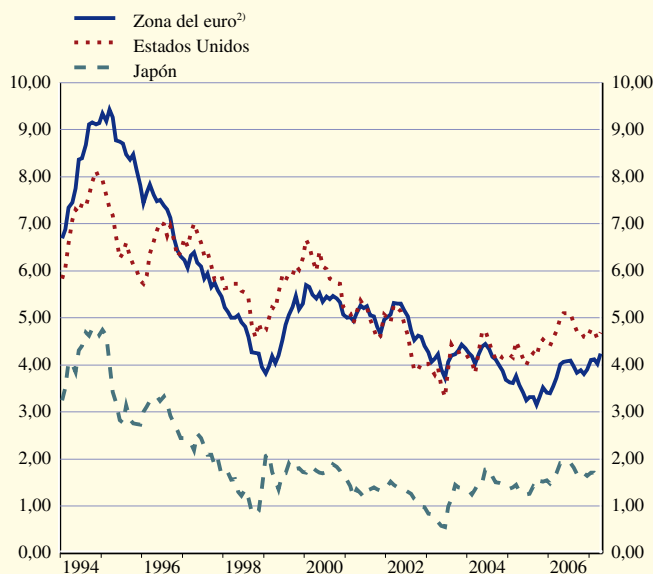
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

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

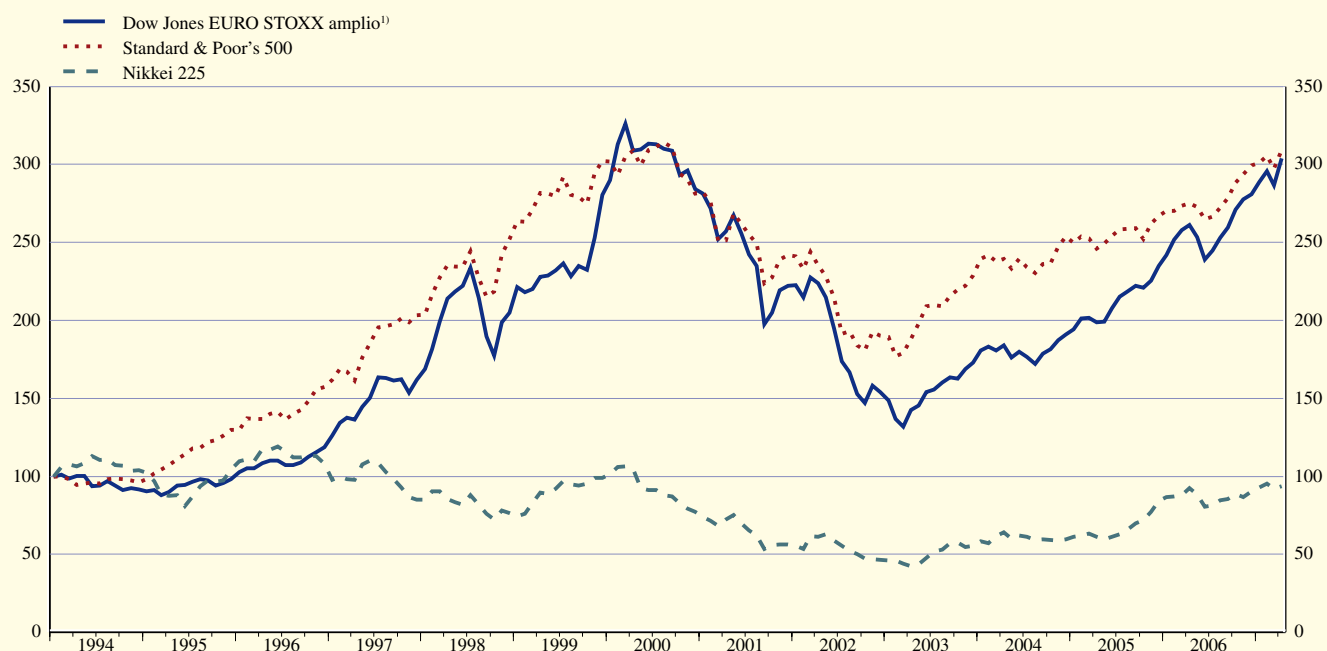
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
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
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
2006 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
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

% del total ³⁾	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,1	13,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,4
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2006 I	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4	2,2	2,9
II	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5	2,4	3,2
III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,3
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6	1,6	3,0
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	-0,2	0,4	1,0	0,7	1,7	2,9
2006 Nov	102,6	1,9	1,6	1,7	2,1	0,1	0,1	0,5	0,1	-0,5	0,2	1,7	3,0
Dic	103,0	1,9	1,6	1,8	2,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	1,7	2,9
2007 Ene	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	1,6	3,0
Feb	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	1,7	3,1
Mar	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,2	0,1	-0,2	0,2	1,5	0,1	1,8	2,7
Abr ⁴⁾	.	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total ³⁾	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
	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
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
IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
2006 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
Dic	2,7	2,1	3,7	1,4	0,9	2,9	2,5	2,1	2,2	-2,3	2,4	2,4
2007 Ene	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
Feb	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,8	2,8	2,6
Mar	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	2,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.

3) En el año 2007.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción 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)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,1	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,8	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	.	6,4	19,7	24,8	52,9
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	18,8	2,6	-	36,4	23,6	52,3
II	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	3,4	6,9 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	3,5	-	13,4	26,6	55,7
IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	.	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,2	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	2,0	1,5	1,2	.	-	-5,5	15,7	44,8
2006 Nov	116,6	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	116,6	4,1	2,9	3,4	6,1	1,8	1,4	1,7	1,4	6,2	-	-	3,2	17,7	47,4
2007 Ene	116,9	3,1	2,4	3,5	6,1	1,9	1,5	1,9	1,4	1,7	-	-	-9,6	15,6	42,2
Feb	117,3	2,9	2,5	3,5	6,0	2,1	1,6	2,0	1,6	1,2	-	-	-4,6	13,9	44,9
Mar	117,6	2,7	2,5	3,4	5,8	2,0	1,5	2,0	1,4	0,8	-	-	-2,3	17,6	47,3
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-5,5	15,3	50,2

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
2003	110,8	3,1	2,9	3,8	3,1	3,8	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,3	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
2006	119,1	2,5	2,8	1,9	2,8	2,2	2,4	2,2
2005 IV	117,3	2,4	2,6	1,4	2,5	2,5	2,3	2,0
2006 I	118,0	2,5	2,9	1,2	2,7	2,4	2,4	2,1
II	118,7	2,6	2,9	2,0	3,2	1,7	2,4	2,4
III	119,5	2,5	2,7	2,2	3,1	1,9	2,2	2,0
IV	120,2	2,4	2,5	2,2	2,2	2,6	2,5	2,4

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

- 1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.
- 2) Indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, basado en fuentes no armonizadas.
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- tura y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2003	106,5	1,8	6,2	0,4	3,3	2,2	1,3	2,8
2004	107,6	1,1	-9,3	-0,1	3,1	-0,3	2,6	2,6
2005	108,6	0,9	8,7	-1,2	3,5	0,2	2,0	1,8
2006	109,5	0,8	3,9	-2,0	1,3	0,0	2,7	2,4
2005 IV	109,2	0,9	10,2	-2,1	2,4	0,0	2,2	2,7
2006 I	109,4	1,0	5,7	-1,7	1,8	0,0	2,9	2,4
II	109,7	1,0	4,4	-1,9	0,2	0,3	2,1	3,4
III	109,6	1,1	4,3	-2,0	1,1	-0,1	3,3	2,8
IV	109,2	0,0	1,3	-2,4	2,1	-0,1	2,4	0,9
Remuneración por asalariado								
2003	107,4	2,1	2,6	2,2	2,8	1,9	2,3	2,0
2004	109,7	2,1	2,5	2,5	2,4	1,2	2,0	2,5
2005	111,5	1,6	3,1	1,5	1,9	1,4	2,1	1,6
2006	113,9	2,2	2,8	2,5	2,5	2,0	1,7	2,2
2005 IV	112,5	2,1	3,2	1,7	1,9	1,5	1,8	3,0
2006 I	113,1	2,2	1,9	2,6	2,3	1,9	1,7	2,2
II	113,9	2,4	2,3	2,5	2,0	2,2	1,2	3,2
III	114,1	2,3	3,6	2,6	2,2	1,8	1,9	2,7
IV	114,5	1,8	3,3	2,2	3,4	2,1	2,0	0,7
Productividad del trabajo ²⁾								
2003	100,9	0,3	-3,3	1,8	-0,5	-0,2	1,0	-0,8
2004	101,9	1,0	13,0	2,6	-0,6	1,5	-0,5	0,0
2005	102,6	0,7	-5,1	2,8	-1,7	1,1	0,1	-0,2
2006	104,0	1,4	-1,1	4,6	1,2	2,0	-1,0	-0,2
2005 IV	103,0	1,1	-6,3	3,9	-0,5	1,5	-0,4	0,3
2006 I	103,3	1,2	-3,5	4,4	0,5	1,9	-1,2	-0,2
II	103,8	1,4	-2,0	4,5	1,8	1,9	-0,9	-0,1
III	104,2	1,2	-0,7	4,7	1,1	1,9	-1,4	-0,2
IV	104,8	1,8	2,0	4,7	1,2	2,1	-0,4	-0,3

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
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,2	2,3	2,6	3,6
2006	113,4	1,8	2,4	2,0	1,7	2,7	2,6	4,2
2005 IV	112,4	2,1	2,6	2,2	2,9	2,1	2,9	4,2
2006 I	112,6	1,8	2,8	2,3	2,0	2,3	2,7	5,5
II	113,1	1,9	2,8	2,2	2,6	2,8	3,0	5,4
III	113,7	1,9	2,4	2,0	1,8	2,9	2,7	3,8
IV	114,2	1,6	1,8	1,6	0,5	2,8	1,9	2,3

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2003	7.461,9	7.305,2	4.278,3	1.526,7	1.499,2	1,0	156,7	2.624,5	2.467,8
2004	7.738,8	7.576,5	4.426,6	1.580,9	1.562,4	6,6	162,3	2.823,6	2.661,3
2005	8.001,5	7.883,4	4.584,2	1.639,9	1.641,1	18,1	118,0	3.025,7	2.907,6
2006	8.374,6	8.276,6	4.763,4	1.704,0	1.769,3	39,9	98,0	3.366,2	3.268,1
2005 IV	2.031,5	2.008,0	1.162,1	418,3	419,0	8,6	23,6	784,4	760,9
2006 I	2.052,1	2.034,8	1.174,9	421,1	426,9	11,9	17,3	812,1	794,8
II	2.082,5	2.063,8	1.185,4	425,9	440,0	12,7	18,7	826,8	808,0
III	2.106,3	2.086,7	1.198,1	427,0	446,7	14,9	19,6	848,0	828,5
IV	2.133,7	2.091,2	1.205,1	430,0	455,7	0,4	42,4	879,2	836,8
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,3	21,1	0,5	1,2	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2005 IV	0,4	0,7	0,2	0,1	0,5	-	-	0,8	1,7
2006 I	0,8	0,5	0,5	1,3	1,1	-	-	3,2	2,4
II	1,0	1,0	0,4	0,0	2,2	-	-	1,0	0,9
III	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	-	-	1,9	2,2
IV	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,6	1,7
<i>tasas de variación interanual</i>									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,2	-	-	6,9	6,7
2005	1,4	1,7	1,4	1,4	2,5	-	-	4,2	5,2
2006	2,7	2,4	1,7	2,2	4,7	-	-	8,3	7,8
2005 IV	1,8	2,0	1,3	1,6	3,5	-	-	4,9	5,6
2006 I	2,2	2,2	1,8	2,5	4,1	-	-	8,8	9,1
II	2,8	2,6	1,8	1,9	5,3	-	-	7,9	7,4
III	2,8	2,9	1,8	2,0	4,7	-	-	7,1	7,5
IV	3,3	2,3	2,0	2,4	5,8	-	-	10,0	7,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005 IV	0,4	0,7	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-	-
2006 I	0,8	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,3	0,3	-	-
II	1,0	0,9	0,2	0,0	0,4	0,3	0,0	-	-
III	0,6	0,7	0,4	0,1	0,2	0,0	-0,1	-	-
IV	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,5	0,8	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,4	1,0	0,4	1,0	0,0	0,3	-	-
2005 IV	1,8	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,1	-	-
2006 I	2,2	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
II	2,8	2,5	1,0	0,4	1,1	0,0	0,3	-	-
III	2,8	2,8	1,0	0,4	1,0	0,4	0,0	-	-
IV	3,3	2,3	1,2	0,5	1,2	-0,6	1,0	-	-

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)								
2003	6.704,0	152,1	1.385,5	390,2	1.423,4	1.824,9	1.528,0	757,9
2004	6.946,1	157,3	1.418,2	413,6	1.476,0	1.898,5	1.582,4	792,7
2005	7.166,3	143,4	1.454,3	436,7	1.519,5	1.977,0	1.635,5	835,1
2006	7.479,8	147,1	1.520,5	478,7	1.572,5	2.075,2	1.685,8	894,8
2005 IV	1.816,0	36,2	367,0	113,0	382,1	501,7	416,0	215,5
2006 I	1.833,0	35,5	373,0	114,7	385,5	508,3	416,0	219,2
II	1.860,6	36,4	377,6	118,1	391,0	515,5	422,1	221,9
III	1.884,1	37,2	383,8	121,5	396,3	522,7	422,7	222,2
IV	1.902,1	38,1	386,1	124,5	399,7	528,8	425,1	231,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2006	100,0	2,0	20,3	6,4	21,0	27,7	22,5	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)¹⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2005 IV	0,4	0,2	0,6	0,9	0,5	0,1	0,2	0,3
2006 I	0,8	-2,1	1,6	-0,1	0,8	0,9	0,4	1,2
II	1,1	0,6	1,4	2,4	1,3	1,0	0,3	0,2
III	0,6	-0,1	1,1	1,0	0,6	0,4	0,2	0,6
IV	0,7	2,2	0,5	1,5	0,8	0,8	0,4	2,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-5,9	0,3	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,6	1,9	1,1	2,8	1,7	1,2	1,5
2005	1,4	-6,3	1,2	0,9	1,7	2,2	1,1	1,4
2006	2,6	-1,3	4,0	3,9	3,0	2,4	1,1	3,4
2005 IV	1,8	-7,3	2,7	2,1	2,0	2,1	1,1	2,2
2006 I	2,1	-3,0	3,8	2,8	2,6	1,7	1,0	3,1
II	2,8	-0,8	4,4	3,8	3,3	2,6	1,2	3,2
III	2,8	-1,3	4,7	4,2	3,2	2,5	1,2	2,5
IV	3,2	0,7	4,6	4,8	3,6	3,2	1,3	4,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005 IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
II	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2006	2,8	0,2	0,8	0,2	0,6	0,7	0,3	-
2005 IV	1,8	-0,2	0,5	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006 I	2,1	-0,1	0,8	0,2	0,5	0,5	0,2	-
II	2,8	0,0	0,9	0,2	0,7	0,7	0,3	-
III	2,8	0,0	0,9	0,3	0,7	0,7	0,3	-
IV	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	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	
	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	2,2	102,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,4	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,1	103,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,3	-0,2
2006	3,8	107,9	4,0	4,3	4,4	5,0	5,8	2,4	4,2	2,1	0,7	4,4
2006 I	3,9	106,2	3,5	3,7	3,6	3,0	5,3	2,2	2,4	2,2	3,9	2,1
II	3,2	107,6	4,3	4,4	4,7	5,8	5,6	2,6	3,7	2,4	0,9	3,8
III	4,2	108,6	4,1	4,5	4,4	5,8	5,6	1,7	5,1	1,1	1,5	4,5
IV	4,1	109,3	3,9	4,8	4,8	5,3	6,6	3,0	5,5	2,6	-3,3	6,8
2006 Sep	3,6	108,5	3,5	3,8	3,7	4,7	5,3	1,5	4,5	1,0	-0,4	4,0
Oct	4,2	108,6	4,1	4,7	4,8	5,4	5,9	3,0	4,9	2,6	-1,7	5,4
Nov	3,8	108,9	3,0	4,0	3,8	3,5	6,4	2,5	5,2	2,0	-4,0	6,5
Dic	4,4	110,3	4,8	5,9	5,9	7,4	7,6	3,6	6,4	3,2	-4,1	8,9
2007 Ene	3,5	109,6	3,3	5,4	5,6	5,5	7,0	3,5	3,7	3,5	-7,4	8,4
Feb	4,8	110,2	4,1	5,7	5,8	6,7	7,4	2,8	4,7	2,5	-5,7	10,6
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2006 Sep	-0,7	-	-0,9	-1,1	-1,0	-2,2	-0,6	-0,6	-3,2	-0,2	-1,4	0,8
Oct	0,0	-	0,1	0,3	0,3	0,6	-0,1	0,5	0,2	0,5	-2,1	0,9
Nov	0,6	-	0,3	0,5	0,4	0,1	1,4	0,1	1,3	-0,1	0,4	0,8
Dic	1,0	-	1,2	1,3	1,5	2,2	0,8	1,0	0,8	1,1	1,9	0,8
2007 Ene	-0,4	-	-0,5	-0,1	0,0	-0,6	0,4	-0,3	-1,5	-0,1	-3,3	0,2
Feb	0,7	-	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	0,2	0,6	0,1	0,9	1,1

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	105,0	7,4	106,2	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	110,9	4,6	110,7	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,3	9,4	118,9	7,4	3,3	108,8	2,0	0,7	2,6	3,0	4,7	963	2,3
2006 II	119,7	8,2	118,3	6,4	3,7	108,5	2,2	1,2	2,5	2,9	4,0	967	2,6
III	123,1	10,5	119,8	6,5	3,8	109,2	2,3	1,3	2,7	3,6	5,0	937	-1,8
IV	124,8	6,8	121,9	7,6	3,3	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,3	6,8	983	5,1
2007 I	.	.	.	.	2,7	109,7	1,6	0,4	2,3	.	.	948	-1,7
2006 Oct	123,7	13,2	119,8	10,9	2,5	109,1	1,5	-0,8	2,6	1,7	5,4	949	-0,5
Nov	124,5	6,3	122,3	8,0	3,3	109,7	2,1	-0,1	3,4	3,5	7,1	973	4,4
Dic	126,3	1,7	123,5	4,0	4,1	110,2	3,0	0,3	4,4	4,5	7,8	1.027	13,2
2007 Ene	126,3	12,2	123,4	10,1	2,0	109,2	0,9	-0,4	1,7	2,4	4,0	939	-2,9
Feb	125,6	4,9	124,0	7,5	2,1	109,6	1,2	-0,5	2,6	4,7	4,4	935	-3,7
Mar	.	.	.	.	3,9	110,2	2,6	2,1	2,6	.	.	971	0,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2006 Oct	-	0,2	-	-0,1	0,2	-	0,2	-0,2	0,4	0,9	0,2	-	-1,6
Nov	-	0,6	-	2,1	0,7	-	0,5	0,0	0,8	1,5	1,1	-	2,5
Dic	-	1,5	-	0,9	0,5	-	0,5	0,2	0,5	0,5	1,2	-	5,5
2007 Ene	-	0,0	-	0,0	-0,8	-	-0,9	-0,3	-1,1	-0,6	-2,0	-	-8,5
Feb	-	-0,6	-	0,5	0,5	-	0,4	0,3	0,6	1,0	0,5	-	-0,5
Mar	-	.	-	.	0,9	-	0,5	0,7	0,2	.	.	-	3,8

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 I	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
II	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
2006 Nov	109,9	6	6	4	16	-	-7	-3	-7	10	-9
Dic	109,8	6	8	3	14	-	-6	-3	-5	9	-9
2007 Ene	109,2	5	6	4	15	84,4	-7	-2	-7	8	-9
Feb	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
Mar	111,1	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8
Abr	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
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
2007 I	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
2006 Nov	3	-4	10	3	10	13	12	19	12	19	26
Dic	2	-2	7	0	5	13	8	19	12	20	25
2007 Ene	1	-8	10	-1	2	16	11	20	16	19	23
Feb	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
Mar	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28
Abr	0	-6	7	0	3	17	14	22	19	23	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 de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2006.
- 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	17,4	7,6	24,9	15,3	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	135,465	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,6	1,8
2004	136,451	0,7	0,7	0,9	-1,2	-1,3	1,5	1,0	2,1	1,2
2005	137,532	0,8	1,0	-0,1	-1,4	-1,2	2,7	0,7	2,1	1,3
2006	139,456	1,4	1,5	1,0	0,0	-0,2	2,7	1,2	3,5	1,4
2005 IV	137,994	0,7	1,0	-1,0	-1,0	-1,1	2,4	0,5	2,5	0,8
2006 I	138,664	1,0	1,1	0,6	0,2	-0,6	2,0	0,8	2,8	1,2
II	139,339	1,5	1,5	1,3	1,2	-0,1	1,9	1,5	3,4	1,3
III	139,697	1,5	1,6	0,8	-0,6	0,1	2,8	1,2	3,8	1,3
IV	140,124	1,6	1,7	1,0	-1,0	-0,3	4,0	1,4	3,9	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2005 IV	0,406	0,3	0,3	0,0	0,2	0,0	1,0	0,3	1,1	-0,1
2006 I	0,670	0,5	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,7
II	0,675	0,5	0,5	0,6	0,8	0,2	0,7	0,5	0,9	0,4
III	0,358	0,3	0,4	-0,4	-1,8	0,0	0,8	0,0	1,0	0,4
IV	0,426	0,3	0,3	0,1	-0,5	-0,2	1,5	0,4	0,7	0,2

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		75,4		24,6		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,521	8,7	9,332	7,4	3,189	17,8	5,978	7,3	6,543	10,4
2004	12,876	8,8	9,657	7,5	3,219	18,2	6,190	7,5	6,685	10,4
2005	12,660	8,6	9,570	7,4	3,090	17,7	6,140	7,4	6,520	10,0
2006	11,717	7,9	8,832	6,7	2,886	16,7	5,612	6,7	6,105	9,3
2006 I	12,220	8,2	9,198	7,0	3,023	17,4	5,840	7,0	6,380	9,7
II	11,749	7,9	8,892	6,8	2,858	16,6	5,688	6,8	6,062	9,3
III	11,564	7,8	8,701	6,6	2,862	16,6	5,524	6,6	6,040	9,2
IV	11,321	7,6	8,491	6,4	2,830	16,5	5,335	6,4	5,987	9,1
2007 I	10,895	7,3	8,105	6,1	2,791	16,3	5,085	6,1	5,810	8,8
2006 Oct	11,444	7,7	8,585	6,5	2,859	16,6	5,387	6,5	6,056	9,2
Nov	11,319	7,6	8,499	6,4	2,819	16,4	5,333	6,4	5,986	9,1
Dic	11,202	7,5	8,389	6,3	2,813	16,4	5,284	6,3	5,918	9,0
2007 Ene	11,035	7,4	8,222	6,2	2,813	16,4	5,179	6,2	5,856	8,9
Feb	10,882	7,3	8,089	6,1	2,793	16,3	5,075	6,1	5,807	8,8
Mar	10,769	7,2	8,003	6,0	2,766	16,1	5,001	6,0	5,767	8,7

Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) En el año 2006.
- 3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Emplea-dores	Asalariados	Ventas	12		13
1998	46,6	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	46,7	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	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,2	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	45,1	44,7	11,6	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2
2006	45,8	45,5	12,2	8,8	3,1	14,0	0,3	15,6	8,2	4,5	2,1	0,3	0,3	42,1

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
	1	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	
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	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,5	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6
2006	47,4	43,3	10,3	5,0	2,9	25,1	22,3	1,6	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,5

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	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	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,3	0,3	1,3	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,4

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
2003	0,1	-4,0	0,4	-6,2	0,0	-4,1	-3,5	0,4	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,4	-7,9	-0,2	-3,6	-3,5	-1,2	-1,8	-1,2	-3,3	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,0	-5,5	1,1	-3,0	-4,2	-0,3	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,2	-1,7	2,9	-2,6	1,8	-2,5	-4,4	0,1	0,6	-1,1	-3,9	-1,4	3,9

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

- Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor					Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾					
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,5	13,5	18,4	
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4	
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,4	11,9	11,2	23,4	
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3	
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3	
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0	
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,9	39,3	19,4	10,2	9,8	29,9	
2004	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2	
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,4	10,4	7,8	35,0	
2006	69,0	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,7	7,6	7,5	36,2	

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

	Total	Emisor por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,2
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,1	1,1
2004	69,7	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,9	68,6	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,6	4,9	14,4	26,1	30,0	69,3	1,2
2006	69,0	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,5	4,6	13,8	25,2	30,0	68,0	0,9

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
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

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

- Los datos se refieren al Euro-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 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⁾
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-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	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos 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 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	0,8	0,4	0,2	38,7
II	46,9	46,6	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,4	43,0	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	13,5	14,0	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,4	43,0	11,2	12,7	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	13,4	14,2	16,2	3,0	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	38,4
II	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,4	48,4	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,4	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,0
II	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,6	42,1	10,6	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	42,1	41,6	10,0	12,9	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,5
II	45,0	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,9
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,7	48,9	13,5	14,5	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,5
2006 I	42,7	42,3	10,3	13,3	15,3	1,7	0,8	0,5	0,3	39,2
II	46,2	45,7	12,7	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	42,1
III	43,6	43,2	11,5	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	50,1	49,5	14,3	14,6	16,0	2,9	0,9	0,6	0,3	45,2

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital			
2000 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	24,0	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	-4,4	-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	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
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	-5,0	-1,5
II	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,8	1,3
2004 I	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,0	21,5	1,2	3,4	2,0	1,4	-5,1	-1,9
II	46,7	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,1	42,7	10,0	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	0,9	-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	47,2	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,5	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,1	-2,0
II	46,6	43,2	10,3	5,0	3,2	24,7	21,5	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,6	1,6
III	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,0	1,7
2006 I	45,9	42,6	10,1	4,5	3,0	24,9	21,3	1,1	3,3	1,9	1,4	-3,1	-0,1
II	46,2	42,8	10,3	4,9	3,2	24,3	21,3	1,0	3,5	2,4	1,1	0,0	3,1
III	46,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,1	4,4	2,5	1,8	-2,6	0,3
IV	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,0	22,3	1,3	5,5	3,3	2,3	-0,7	2,0

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-13. Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

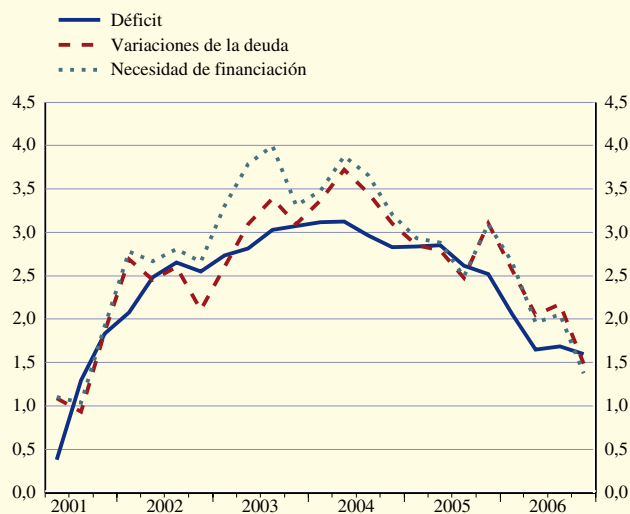
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 I	70,6	2,1	12,3	5,5	50,8
II	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
IV	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 I	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
II	71,8	2,3	11,6	5,2	52,6
III	71,3	2,4	11,7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

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
2004 I	8,5	-5,1	3,3	1,9	1,4	-0,1	0,2	0,5	0,0	1,4	8,4
II	5,8	-1,5	4,3	3,9	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
III	1,8	-3,5	-1,7	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,3	2,1
IV	-3,2	-1,3	-4,5	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-1,1	-3,0
2005 I	7,3	-5,1	2,2	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,1	7,2
II	5,5	-1,6	3,8	3,5	2,5	0,1	0,4	0,5	0,0	0,4	5,5
III	0,6	-2,5	-2,0	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6
IV	-0,6	-1,0	-1,6	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,0	-0,5
2006 I	5,0	-3,1	1,8	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,8	5,2
II	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,3	0,7	-0,6	2,6
III	1,1	-2,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,9	1,0
IV	-3,1	-0,7	-3,8	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,4	-3,0

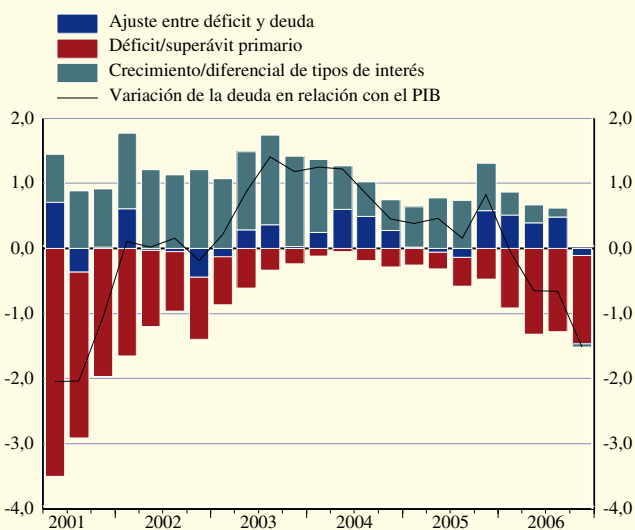
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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 datos se refieren al Euro-13.

2) 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
2004	60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005	-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006	-6,1	30,5	36,6	1,8	-75,0	11,3	5,3	134,0	-156,7	273,1	-2,6	21,7	-1,5	-139,3
2005 IV	-6,5	2,5	10,4	-2,6	-16,8	4,7	-1,8	-37,8	-37,8	-47,2	-6,9	45,7	8,3	39,7
2006 I	-14,5	-3,5	5,0	4,4	-20,4	1,9	-12,6	72,8	-35,4	23,1	-7,6	86,8	5,9	-60,2
II	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
III	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
IV	21,3	19,7	9,3	7,1	-14,9	6,0	27,3	-28,8	-57,3	130,0	-0,8	-98,1	-2,7	1,5
2006 Feb	-3,7	0,4	2,3	1,8	-8,1	1,0	-2,6	22,5	-32,0	25,8	-2,5	29,2	2,0	-19,9
Mar	-1,1	2,6	1,5	2,2	-7,5	0,1	-1,0	46,8	-1,5	36,3	-2,3	8,0	6,4	-45,7
Abr	-5,7	1,1	3,3	-4,0	-6,2	0,3	-5,4	12,1	2,0	-9,0	-6,3	26,6	-1,2	-6,7
May	-10,6	0,4	4,1	-9,5	-5,5	0,3	-10,3	25,6	-6,2	37,9	2,5	-6,9	-1,7	-15,3
Jun	9,1	5,3	5,0	2,9	-4,1	0,7	9,9	1,4	-15,8	68,7	1,8	-54,7	1,4	-11,2
Jul	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
Ago	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
Sep	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
Oct	1,8	6,0	3,3	0,4	-7,9	0,7	2,5	8,8	-12,8	35,3	5,8	-19,5	0,1	-11,3
Nov	5,7	7,8	2,3	2,7	-7,1	1,2	7,0	-8,4	-15,7	61,9	-2,1	-51,7	-0,8	1,5
Dic	13,8	5,9	3,6	4,1	0,2	4,1	17,9	-29,2	-28,8	32,8	-4,5	-26,8	-1,9	11,3
2007 Ene	-4,5	-3,0	0,6	-1,1	-1,0	2,5	-2,0	42,1	-12,3	35,4	-4,9	26,9	-3,1	-40,1
Feb	-7,2	1,5	2,6	0,2	-11,4	1,4	-5,8	-7,2	-12,6	28,6	-7,8	-14,7	-0,6	13,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2007 Feb	-4,4	35,1	36,3	-1,2	-74,6	13,4	9,1	142,9	-147,7	350,3	-10,1	-45,0	-4,6	-152,0

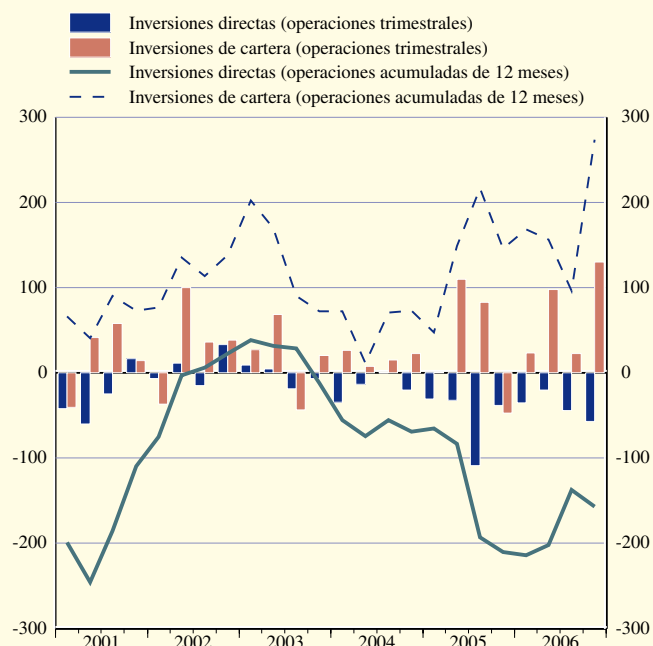
C30 Cuenta corriente

(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

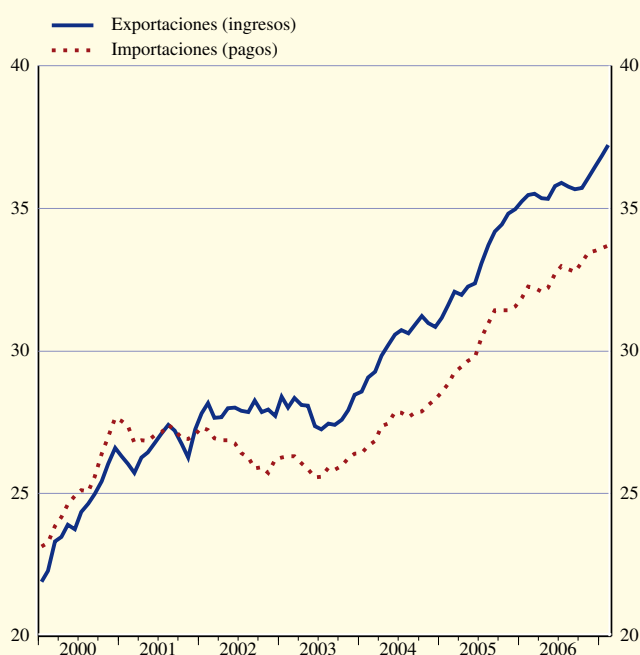
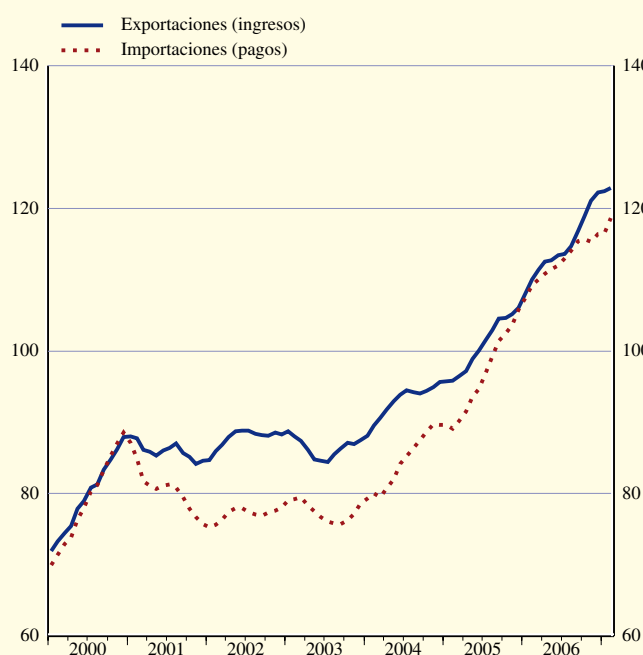
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005	2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006	2.338,7	2.344,8	-6,1	1.390,0	1.359,5	429,8	393,2	432,6	430,8	86,3	161,3	23,7	12,4
2005 IV	560,6	567,1	-6,5	327,6	325,1	106,6	96,2	103,9	106,5	22,5	39,3	8,5	3,8
2006 I	545,2	559,7	-14,5	330,3	333,8	97,5	92,5	91,6	87,3	25,8	46,2	5,9	4,0
II	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
III	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
IV	632,9	611,6	21,3	374,1	354,4	110,6	101,3	120,6	113,5	27,5	42,4	8,8	2,8
2006 Dic	220,8	207,0	13,8	117,5	111,6	38,1	34,5	48,9	44,8	16,3	16,1	5,4	1,3
2007 Ene	192,2	196,7	-4,5	113,4	116,4	33,4	32,7	36,1	37,1	9,3	10,4	3,5	1,0
Feb	196,5	203,7	-7,2	116,9	115,4	33,4	30,8	33,9	33,7	12,4	23,8	1,9	0,5
	Datos desestacionalizados												
2005 IV	542,5	556,3	-13,9	318,3	317,3	104,9	94,7	98,8	105,2	20,5	39,1	.	.
2006 I	560,4	566,6	-6,2	333,9	330,0	106,5	96,6	98,0	99,8	22,0	40,2	.	.
II	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
III	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
IV	614,6	603,7	10,8	366,7	349,3	109,4	100,5	114,6	111,5	23,8	42,5	.	.
2006 Jun	195,9	191,6	4,3	114,7	112,0	36,2	33,4	37,6	34,7	7,5	11,5	.	.
Jul	191,7	195,6	-3,9	113,3	114,4	35,5	32,5	36,0	35,2	6,8	13,5	.	.
Ago	195,8	199,4	-3,6	116,0	115,7	35,6	32,7	36,9	37,3	7,3	13,7	.	.
Sep	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
Oct	200,3	196,9	3,4	119,7	115,0	35,7	33,5	36,8	33,6	8,1	14,8	.	.
Nov	199,8	199,1	0,7	122,2	114,7	36,7	33,8	35,1	36,8	5,8	14,0	.	.
Dic	214,4	207,7	6,8	124,8	119,6	37,0	33,3	42,8	41,1	9,8	13,7	.	.
2007 Ene	202,0	198,5	3,5	120,2	115,2	36,8	33,8	40,2	40,3	4,8	9,2	.	.
Feb	212,2	217,5	-5,3	123,7	121,0	37,8	34,0	38,4	43,5	12,4	19,0	.	.

C32 Bienes

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

C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	416,5	420,8	124,4	66,7	18,4	16,3	38,0	99,4	100,0	89,6	135,7	148,8
2005 IV	4,1	2,4	99,7	104,1	38,7	33,1	4,2	4,1	7,3	14,0	20,9	23,3	28,6	29,7
2006 I	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
II	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
III	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
IV	4,2	2,5	116,5	111,0	36,6	19,8	5,2	4,9	8,0	19,0	27,5	23,6	39,3	43,7

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
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-314,8	-264,2	-34,7	-229,5	-50,6	-1,0	-49,6	158,1	128,8	4,3	124,6	29,3	0,3	29,0
2005 IV	-74,0	-60,5	0,6	-61,2	-13,5	0,1	-13,6	36,2	30,6	-1,5	32,1	5,6	-0,4	6,0
2006 I	-56,3	-49,6	-1,7	-47,9	-6,8	0,2	-7,0	20,9	17,8	1,6	16,2	3,1	-0,3	3,5
II	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
III	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
IV	-72,5	-57,5	-16,1	-41,4	-14,9	-0,7	-14,2	15,2	5,8	0,9	4,9	9,4	0,0	9,4
2006 Feb	-42,9	-37,4	-1,5	-35,8	-5,5	0,0	-5,5	10,9	12,2	0,3	11,9	-1,3	0,1	-1,4
Mar	-5,7	-15,2	0,3	-15,5	9,5	0,3	9,2	4,2	-1,6	0,2	-1,8	5,8	-0,5	6,3
Abr	-83,0	-60,2	-1,7	-58,4	-22,8	-0,3	-22,5	85,0	71,4	0,0	71,3	13,6	0,2	13,4
May	-16,2	-20,4	-3,5	-16,9	4,2	-0,2	4,4	10,0	8,3	0,4	7,9	1,7	0,4	1,3
Jun	-13,3	-11,4	-1,2	-10,2	-1,9	-0,1	-1,8	-2,5	0,0	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-2,8
Jul	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
Ago	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
Sep	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
Oct	-22,2	-13,2	-5,8	-7,5	-9,0	0,1	-9,1	9,4	3,4	1,1	2,3	6,0	1,5	4,4
Nov	-12,3	-16,2	-1,9	-14,3	3,8	-0,2	4,0	-3,3	-3,8	-0,2	-3,6	0,5	-1,7	2,1
Dic	-37,9	-28,1	-8,5	-19,6	-9,8	-0,7	-9,1	9,1	6,2	0,0	6,2	3,0	0,1	2,9
2007 Ene	-24,3	-25,8	-2,6	-23,2	1,5	2,3	-0,8	12,0	2,0	0,2	1,8	10,1	-1,1	11,2
Feb	-29,4	-10,2	-0,1	-10,1	-19,2	-0,3	-18,8	16,8	7,7	4,2	3,5	9,0	0,2	8,8

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		Pasivos	Activos				Pasivos
			AAPP	AAPP	AAPP			Otros sectores							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-27,9	-101,5	-6,1	290,3	-2,4	-166,4	-117,6	-1,1	459,3	-0,1	-48,7	-12,5	0,1	0,6
2005 IV	0,0	-4,9	-52,8	-0,8	62,2	0,5	-25,1	-27,9	-0,2	18,8	0,1	-4,9	5,6	5,9	-18,8
2006 I	0,0	-19,5	-77,6	-0,8	120,4	-0,2	-53,9	-36,1	-0,2	81,7	0,7	2,5	-10,0	-3,8	15,2
II	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
III	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
IV	0,0	-14,8	-7,4	-1,8	83,6	-2,8	-37,2	-40,2	-0,8	180,2	0,6	-18,5	-2,4	4,0	-10,9
2006 Feb	0,0	-4,0	-23,3	-	36,2	-0,2	-7,0	-16,7	-	28,9	0,3	1,5	-2,0	-	12,0
Mar	0,0	-8,7	-17,7	-	49,2	-0,1	-13,8	-16,5	-	53,8	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,2
Abr	0,0	3,3	-6,0	-	-11,5	0,2	-6,1	-10,7	-	25,3	-1,1	-7,1	0,6	-	4,2
May	0,0	3,2	12,3	-	-16,4	0,1	-10,8	-12,2	-	65,3	-1,6	-2,2	-2,0	-	2,3
Jun	0,0	4,5	1,0	-	60,7	0,6	-6,4	-2,7	-	25,9	-0,4	1,7	0,7	-	-16,8
Jul	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
Ago	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
Sep	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
Oct	0,0	-5,8	-2,1	-	23,9	-1,8	-14,6	-19,4	-	52,7	0,4	-5,8	-5,3	-	13,1
Nov	0,0	-0,8	-7,4	-	27,2	-0,5	-24,7	-9,7	-	69,6	0,3	-9,6	5,0	-	12,5
Dic	0,0	-8,2	2,1	-	32,4	-0,6	2,1	-11,1	-	57,9	-0,1	-3,1	-2,1	-	-36,6
2007 Ene	0,0	-6,0	-3,4	-	43,6	-0,1	-32,2	-11,1	-	35,7	0,5	-8,4	-2,2	-	18,9
Feb	0,0	-14,6	-7,7	-	39,7	0,0	-15,5	-12,7	-	38,6	0,1	-4,3	1,8	-	3,4

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
2004	-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005	-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006	-751,0	772,6	-2,9	18,6	3,4	-3,0	1,2	-522,1	489,1	-133,3	82,5	-388,8	406,6	-229,3	25,6	263,7
2005 IV	-127,6	173,4	-1,1	-0,9	-2,0	-1,1	-2,1	-87,3	120,3	-37,5	5,2	-49,8	115,0	-37,1	13,9	56,1
2006 I	-219,2	305,9	-3,2	7,0	7,6	3,8	-2,2	-135,7	222,9	-12,9	13,1	-122,8	209,8	-87,8	-10,5	78,3
II	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
III	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
IV	-273,6	175,6	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-209,1	95,4	-72,8	26,6	-136,3	68,8	-58,0	18,7	78,7
2006 Feb	-45,0	74,3	-4,8	0,3	1,2	1,0	-1,0	-3,4	36,4	-7,1	9,7	3,7	26,7	-38,1	-4,1	38,6
Mar	-71,0	79,0	1,2	1,6	2,6	0,5	0,1	-61,5	68,2	-12,4	4,0	-49,0	64,1	-13,4	10,3	9,1
Abr	-86,2	112,8	0,0	-1,4	-4,5	-4,9	4,3	-64,6	81,7	-0,1	10,1	-64,5	71,6	-17,1	2,9	28,3
May	-75,7	68,8	0,1	4,4	-4,3	-4,7	-4,7	-45,0	40,4	-3,0	2,5	-42,0	38,0	-26,4	-7,0	28,7
Jun	48,2	-102,9	0,8	-0,9	-2,2	-2,6	0,7	52,1	-113,0	-11,9	9,0	64,1	-122,0	-2,5	10,8	10,3
Jul	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
Ago	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
Sep	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
Oct	-104,7	85,2	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,0	63,2	-41,8	5,0	-36,2	58,3	-23,8	3,3	25,2
Nov	-148,4	96,7	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-105,9	70,3	-10,5	27,3	-95,4	42,9	-39,2	-8,4	21,6
Dic	-20,5	-6,3	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,2	-38,1	-20,5	-5,7	-4,7	-32,4	5,0	23,9	31,9
2007 Ene	-141,9	168,8	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,3	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,6	-30,7	23,6
Feb	-126,1	111,4	-3,5	0,4	0,1	1,6	4,6	-89,7	78,1	-4,2	7,8	-85,5	70,3	-33,0	-10,3	28,2

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	
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2005 IV	-1,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	0,0	-2,1	0,0
2006 I	-3,2	0,0	6,9	0,1	0,0	7,7	4,0	3,8	-0,2	0,0	-1,8	-0,4
II	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
III	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,7	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
IV	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,4	0,0	-3,3	0,0

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-517,9	-4,2	486,1	3,0	-6,9	-215,8	-241,5	25,6	-6,5	8,6	252,8	2,3
2005 IV	-90,7	3,4	125,0	-4,8	-1,9	-36,2	-50,1	13,9	1,0	5,0	50,3	0,8
2006 I	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
II	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
III	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
IV	-209,3	0,3	95,0	0,4	-1,8	-59,9	-78,6	18,7	3,7	-3,2	83,4	-1,6

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	
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	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
2006	-1,5	4,2	-0,5	5,2	-10,6	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,5	0,0	0,2
2005 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	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
II	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
IV	-2,7	1,1	-0,2	1,6	-5,1	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,5	0,0	0,0

Fuente: BCE.

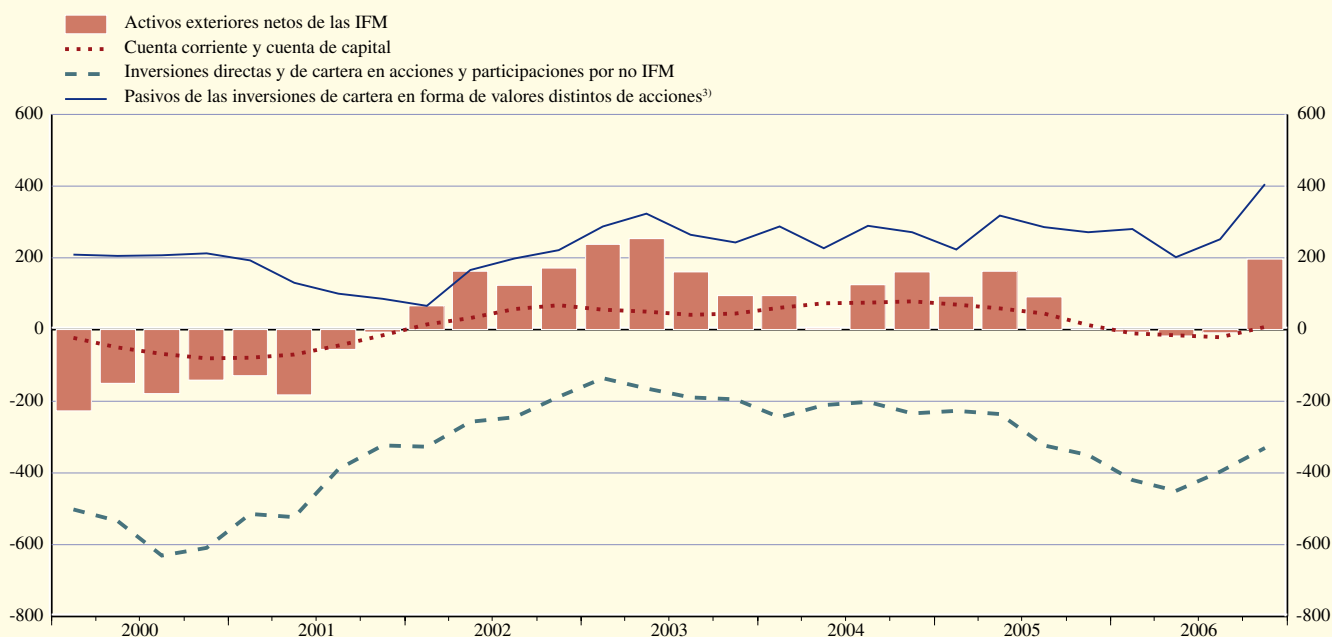
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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 ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	160,8
2005	12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006	7,6	-279,1	157,8	-231,1	229,3	404,4	-225,7	264,7	-2,6	-140,4	185,0	195,8
2005 IV	-1,3	-74,8	36,7	-74,9	47,6	-3,6	-39,3	54,1	-6,9	39,5	-22,9	-33,1
2006 I	-11,9	-54,8	21,3	-123,6	115,4	74,7	-80,1	76,1	-7,6	-60,0	-50,7	-38,1
II	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,3
III	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	1,7
IV	27,9	-55,5	15,3	-49,8	67,5	150,1	-63,5	75,3	-0,8	1,2	167,5	172,0
2006 Feb	-2,3	-41,3	10,8	-42,0	31,4	35,0	-36,9	37,6	-2,5	-20,1	-30,3	-26,1
Mar	-0,8	-6,4	4,7	-34,8	52,7	38,0	-10,7	9,3	-2,3	-45,8	3,8	0,4
Abr	-5,3	-80,9	84,7	-16,2	-15,6	19,8	-21,5	32,6	-6,3	-7,6	-16,4	-16,4
May	-10,1	-12,5	9,6	-1,9	-16,7	63,3	-30,7	24,0	2,5	-15,4	12,0	6,4
Jun	9,9	-12,0	-2,8	-0,9	58,7	18,4	-4,8	11,1	1,8	-11,1	68,2	70,3
Jul	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,8
Ago	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,1
Sep	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,0
Oct	2,6	-16,5	7,9	-26,8	13,4	49,5	-26,2	23,0	5,8	-11,9	20,8	25,8
Nov	7,1	-10,2	-1,6	-12,0	31,7	77,1	-43,0	23,1	-2,1	1,3	71,4	65,2
Dic	18,1	-28,8	9,0	-11,0	22,3	23,5	5,6	29,2	-4,5	11,8	75,3	81,0
2007 Ene	-2,0	-24,0	13,1	-16,7	33,6	48,4	-48,6	18,3	-4,9	-40,1	-22,8	-22,9
Feb	-5,8	-28,9	16,6	-18,7	44,3	37,4	-32,9	32,9	-7,8	13,0	49,9	39,3
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2007 Feb	11,0	-283,6	170,9	-177,7	244,6	453,5	-237,8	249,1	-10,1	-153,3	266,5	250,7

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

7.3 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 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.338,7	880,1	47,9	73,5	453,6	244,4	60,7	31,0	54,6	153,1	384,9	835,1
Bienes	1.390,0	500,1	31,5	49,7	224,3	194,5	0,1	17,8	34,1	77,8	200,9	559,3
Servicios	429,8	154,3	8,7	11,7	104,3	24,5	5,2	6,1	11,3	41,9	79,6	136,6
Renta	432,6	162,4	7,2	11,5	114,5	22,9	6,3	6,8	8,9	27,3	97,9	129,3
de la cual: rentas de la inversión	416,5	157,0	7,1	11,4	112,8	22,7	3,0	6,7	8,9	21,0	96,5	126,5
Tranferencias corrientes	86,3	63,3	0,5	0,7	10,4	2,5	49,2	0,4	0,2	6,1	6,5	9,8
Cuenta de capital	23,7	18,8	0,0	0,0	0,8	0,2	17,7	0,0	0,4	0,4	0,9	3,2
Pagos												
Cuenta corriente	2.344,8	778,3	39,6	71,9	380,2	190,0	96,6	22,5	87,7	144,4	326,4	985,6
Bienes	1.359,5	397,5	27,2	45,9	172,5	152,0	0,0	10,6	53,6	68,1	131,8	697,8
Servicios	393,2	126,8	7,2	9,3	82,8	27,4	0,1	5,6	7,7	30,8	86,5	135,8
Renta	430,8	151,2	4,8	15,8	115,7	7,6	7,4	4,9	26,0	40,1	101,0	107,7
de la cual: rentas de la inversión	420,8	145,7	4,7	15,7	114,5	3,4	7,4	4,8	25,9	39,6	100,1	104,7
Tranferencias corrientes	161,3	102,7	0,5	0,8	9,2	3,1	89,2	1,4	0,4	5,4	7,1	44,3
Cuenta de capital	12,4	2,0	0,0	0,2	1,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,5	1,2	8,5
Neto												
Cuenta corriente	-6,1	101,8	8,3	1,6	73,4	54,4	-35,9	8,5	-33,1	8,7	58,5	-150,5
Bienes	30,5	102,6	4,3	3,8	51,9	42,6	0,1	7,2	-19,4	9,7	69,1	-138,5
Servicios	36,6	27,5	1,5	2,3	21,5	-3,0	5,1	0,5	3,6	11,1	-6,9	0,8
Renta	1,8	11,2	2,5	-4,3	-1,2	15,3	-1,1	1,9	-17,0	-12,8	-3,1	21,6
de la cual: rentas de la inversión	-4,4	11,3	2,4	-4,3	-1,8	19,4	-4,4	1,9	-17,0	-18,6	-3,6	21,7
Tranferencias corrientes	-75,0	-39,4	0,0	-0,2	1,2	-0,5	-40,0	-1,0	-0,3	0,7	-0,6	-34,4
Cuenta de capital	11,3	16,8	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	17,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,3	-5,3

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-156,7	-70,6	2,6	11,0	-52,7	-31,6	0,1	-6,9	11,7	-3,7	-47,3	9,4	-49,4
En el exterior	-314,8	-159,2	-0,5	3,8	-131,0	-31,5	0,0	-9,9	4,0	-8,4	-66,1	-25,2	-50,0
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-264,2	-148,1	-0,8	4,1	-123,6	-27,8	0,0	-8,0	6,8	-1,0	-47,4	-17,7	-48,8
Otro capital	-50,6	-11,0	0,3	-0,3	-7,4	-3,7	0,0	-1,8	-2,9	-7,4	-18,8	-7,5	-1,2
En la zona del euro	158,1	88,6	3,1	7,2	78,3	-0,1	0,1	3,0	7,8	4,7	18,8	34,6	0,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	128,8	66,6	2,7	4,0	60,6	-0,9	0,1	0,3	4,8	10,2	1,1	42,3	3,6
Otro capital	29,3	22,0	0,4	3,2	17,6	0,8	0,0	2,7	3,0	-5,5	17,8	-7,7	-3,0

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-477,1	-125,3	-2,5	-12,9	-100,4	-8,3	-1,2	-7,7	-6,8	-5,2	-161,0	-96,3	-74,7
Acciones y participaciones	-129,5	-5,5	0,7	-3,3	-2,4	-0,4	-0,1	-2,2	-14,4	-1,5	-43,5	-30,5	-31,9
Valores distintos de acciones	-347,6	-119,8	-3,2	-9,6	-98,0	-8,0	-1,0	-5,5	7,5	-3,7	-117,5	-65,8	-42,8
Bonos y obligaciones	-286,4	-89,6	-2,3	-9,2	-69,9	-7,2	-1,0	-4,8	-3,1	-1,5	-93,9	-47,7	-45,8
Inst. del mercado monetario	-61,3	-30,2	-0,9	-0,4	-28,1	-0,7	-0,1	-0,7	10,6	-2,3	-23,6	-18,1	3,0

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	21,7	-80,8	-16,8	7,4	-71,6	-15,6	15,7	2,0	41,7	-28,0	21,0	27,3	15,7	22,8
Activos	-751,0	-548,6	-36,2	-3,4	-473,1	-36,2	0,3	-0,3	26,0	-57,4	-49,0	-71,5	-2,0	-48,0
AAPP	3,4	-6,3	-1,9	0,2	-5,0	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,1	-1,2	10,9
IFM	-525,0	-356,2	-33,6	0,1	-290,9	-32,0	0,2	-1,4	24,5	-50,7	-53,1	-42,8	-0,9	-44,4
Otros sectores	-229,3	-186,1	-0,7	-3,7	-177,2	-4,3	-0,1	1,0	1,8	-6,7	3,8	-28,7	0,1	-14,5
Pasivos	772,6	467,8	19,5	10,8	401,5	20,6	15,4	2,3	15,8	29,4	70,0	98,8	17,7	70,8
AAPP	1,2	2,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	2,8	-2,1
IFM	507,7	256,2	19,5	9,4	208,0	17,4	1,9	1,1	12,6	26,3	37,7	94,1	15,0	64,6
Otros sectores	263,7	209,6	0,0	1,4	193,3	3,2	11,7	1,2	3,4	3,6	33,0	4,6	-0,1	8,4

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea 27 (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	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
En el exterior	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Otro capital	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
En la zona del euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Otro capital	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
Inversiones de cartera: activos	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Acciones y participaciones	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Valores distintos de acciones	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Bonos y obligaciones	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Inst. del mercado monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
Otras inversiones	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Activos	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
AAPP	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Otros sectores	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Pasivos	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
AAPP	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Otros sectores	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión reinvertida (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	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,2	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 III	-957,1	-11,4	433,4	-1.294,7	-15,4	-405,4	325,1
IV	-969,7	-11,5	473,3	-1.473,6	-15,3	-279,9	325,8
Activos: saldos vivos							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,5	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,7	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,5	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 III	11.857,5	141,2	2.944,9	4.213,6	300,0	4.073,9	325,1
IV	12.325,0	146,7	3.006,2	4.393,5	289,0	4.310,5	325,8
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	117,0	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,4	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,7	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 III	12.814,5	152,6	2.511,5	5.508,4	315,4	4.479,2	-
IV	13.294,7	158,3	2.532,9	5.867,1	304,3	4.590,4	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 III	2.394,6	176,9	2.217,7	550,3	2,7	547,6	1.907,8	46,5	1.861,3	603,7	10,0	593,7
IV	2.445,6	191,9	2.253,7	560,6	2,8	557,8	1.905,3	46,9	1.858,4	627,6	10,1	617,5

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

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones													
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario								
	Activos					Activos					Pasivos								
	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2				
2003	1,7	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0				
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1				
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6				
2006 III	2,9	114,0	33,0	1.729,4	2.748,1	7,8	789,9	10,8	1.177,5	2.442,4	1,4	283,1	4,2	59,8	317,8				
IV	2,8	131,4	36,2	1.817,1	2.990,4	10,4	809,7	11,4	1.210,2	2.576,1	0,9	301,0	0,2	62,1	300,6				

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

	Eurosisistema				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	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 III	7,4	0,4	95,6	0,3	0,1	50,1	38,5	11,6	45,0	0,0	46,8	3,4
IV	8,4	0,4	100,0	0,2	0,1	55,0	40,2	14,8	44,7	0,0	45,1	3,4

	IFM (excluido el Eurosisistema)				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	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1
2006 III	2.705,7	56,8	3.360,7	52,3	181,8	886,5	535,7	350,8	140,1	131,0	701,0	88,1
IV	2.879,2	58,6	3.414,0	55,8	185,0	943,0	610,3	332,8	136,1	128,3	759,0	84,6

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosisistema																
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 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
III	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
IV	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 Ene	338,6	183,3	365,051	4,7	5,1	145,4	4,4	22,9	118,1	-	-	-	0,0	0,0	24,9	-24,0
Feb	337,5	183,3	364,604	4,6	4,5	145,1	4,1	26,6	114,1	-	-	-	0,2	0,0	23,6	-23,8
Mar	331,6	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,5	-	-	-	0,3	0,0	25,1	-22,6
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
III	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
2007 Ene	43,0	10,4	20,632	0,4	0,0	32,2	0,7	3,9	27,6	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
Feb	42,8	10,4	20,632	0,4	0,0	32,0	0,7	4,4	27,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-1,9
Mar	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-0,6

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)													
2003	-2,3	0,5	1.056,8	499,3	221,3	299,8	916,4	987,7	553,1	164,0	240,1	708,6	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,7	246,7	314,6	994,3	1.073,4	604,4	183,2	255,5	767,5	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,2	269,6	334,7	1.068,6	1.223,3	705,0	206,5	275,9	842,8	186,3
2006	11,1	13,3	1.379,8	662,5	289,4	366,0	1.183,7	1.390,5	824,9	207,3	302,2	938,9	224,7
2005 III	10,2	15,7	317,8	150,8	70,6	85,7	275,3	318,2	183,7	53,6	70,8	216,8	52,9
IV	9,8	15,9	321,6	154,6	68,9	86,6	276,1	328,7	189,3	55,9	72,6	222,5	53,8
2006 I	16,0	22,4	332,2	158,9	72,0	89,8	283,1	337,3	198,7	53,6	73,9	224,7	55,1
II	9,4	14,3	340,5	162,4	71,4	89,9	290,6	344,1	204,5	52,0	75,0	231,1	57,3
III	8,0	10,4	346,4	167,5	71,4	91,0	298,0	354,1	212,0	51,0	75,4	238,3	59,9
IV	11,6	7,4	360,6	173,8	74,6	95,4	312,0	355,0	209,7	50,8	77,9	244,8	52,3
2006 Sep	8,4	7,5	118,6	57,5	25,3	30,4	103,4	118,0	69,9	17,1	25,2	80,4	18,8
Oct	16,1	13,7	118,2	57,2	24,5	31,4	101,7	117,7	69,8	17,2	25,8	80,6	18,0
Nov	12,6	6,2	120,0	58,4	25,7	31,2	104,9	116,3	68,8	16,9	25,9	80,7	17,0
Dic	6,2	2,4	122,3	58,2	24,4	32,8	105,4	121,0	71,0	16,8	26,2	83,4	17,4
2007 Ene	11,8	8,1	121,4	49,4	22,2	30,8	100,6	119,6	63,4	14,1	23,3	81,1	16,1
Feb	10,3	8,5	122,1	52,7	23,7	31,8	101,3	122,3	67,2	15,2	25,6	82,0	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	1,0	3,7	108,6	106,0	106,9	113,2	108,5	102,0	100,2	97,1	110,1	100,3	103,1
2004	9,0	6,5	117,5	115,7	120,0	118,5	118,1	108,0	104,2	109,1	118,0	108,5	105,2
2005	4,8	5,0	123,7	120,2	129,6	123,6	124,3	113,9	107,5	123,7	124,2	116,7	109,8
2006	7,4	5,6	133,2	129,4	136,4	131,1	134,1	120,7	113,6	124,0	131,3	125,6	109,6
2005 III	7,0	5,6	126,1	122,0	134,9	125,6	127,3	115,8	108,3	126,6	126,6	119,4	115,5
IV	5,6	5,4	126,6	123,3	131,4	126,0	127,2	117,0	108,1	132,8	127,4	121,4	108,2
2006 I	10,5	8,5	128,8	124,7	135,4	128,8	128,5	117,2	110,2	125,2	127,8	120,5	107,2
II	5,1	3,8	131,9	127,8	135,0	128,4	132,3	119,1	112,0	124,4	131,2	124,5	106,9
III	5,0	4,5	133,7	130,4	135,2	130,6	135,1	122,1	115,6	123,1	130,4	127,0	116,2
IV	9,0	5,7	138,6	134,8	139,9	136,6	140,4	124,3	116,7	123,2	135,5	130,4	108,2
2006 Sep	5,6	3,1	137,2	133,8	143,4	131,3	140,1	123,0	115,6	123,8	131,4	128,1	115,3
Oct	13,3	11,5	136,5	133,4	137,8	134,7	137,2	124,2	117,3	124,9	134,2	129,0	114,3
Nov	9,4	4,2	138,4	135,4	144,9	134,5	141,6	122,1	115,2	121,9	135,4	128,8	106,7
Dic	4,2	1,4	140,9	135,5	136,9	140,6	142,3	126,6	117,5	122,7	136,8	133,4	103,7
2007 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,5	96,1	96,3	101,0	97,3	94,7	93,6	92,3	99,2	95,9	86,4
2004	-0,1	2,6	97,4	96,3	95,6	101,3	97,1	97,1	98,3	91,7	98,5	96,0	99,7
2005	2,8	8,0	100,2	100,2	96,7	103,3	99,1	104,9	111,2	91,2	101,0	98,0	137,7
2006	3,6	7,4	103,7	104,5	98,7	106,5	101,7	112,7	123,1	91,4	104,7	101,5	166,7
2005 III	3,0	9,6	101,0	100,9	97,3	104,1	99,7	107,5	115,0	92,6	101,7	98,6	148,9
IV	4,1	10,0	101,8	102,3	97,5	104,8	100,1	109,9	118,7	92,0	103,7	99,5	161,7
2006 I	5,0	12,8	103,4	104,0	99,0	106,3	101,6	112,6	122,3	93,5	105,1	101,3	167,4
II	4,1	10,2	103,4	103,8	98,4	106,8	101,2	113,0	123,9	91,4	103,9	100,8	174,3
III	2,8	5,7	103,8	104,9	98,2	106,3	101,7	113,4	124,4	90,5	105,1	101,9	167,7
IV	2,4	1,6	104,3	105,3	99,2	106,6	102,5	111,7	121,9	90,2	104,6	101,9	157,4
2006 Sep	2,7	4,2	104,0	105,3	98,4	105,9	102,0	112,6	123,0	90,5	104,9	102,2	158,9
Oct	2,5	1,9	104,1	105,0	99,2	106,7	102,5	111,2	121,1	90,1	104,8	101,8	153,3
Nov	3,0	1,9	104,3	105,7	99,0	106,3	102,5	111,8	121,6	90,9	104,4	102,2	155,3
Dic	1,9	0,9	104,4	105,2	99,3	106,8	102,4	112,1	123,0	89,5	104,7	101,9	163,7
2007 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	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.)															
2003	1.056,8	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,2	135,4	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,0
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,8	104,8
2006	1.379,8	31,1	49,7	214,8	193,8	55,3	76,5	38,5	199,8	53,5	34,5	183,2	76,9	54,3	117,9
2005 III	317,8	7,5	11,4	51,4	40,2	11,2	17,8	9,2	47,5	11,3	8,5	43,7	19,1	12,2	26,7
IV	321,6	7,5	11,3	51,2	42,4	11,5	17,7	9,5	48,4	11,5	8,5	42,3	19,3	12,4	28,1
2006 I	332,2	7,5	11,6	53,2	44,6	12,6	18,0	9,7	49,6	12,6	8,8	43,6	19,3	13,2	27,9
II	340,5	7,7	12,3	53,3	47,6	13,0	18,4	9,8	49,7	12,8	8,5	45,1	18,9	13,4	30,3
III	346,4	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,7	13,5	8,6	45,8	19,0	13,6	28,8
IV	360,6	8,1	13,1	53,9	52,2	15,6	20,8	9,5	50,8	14,6	8,6	48,7	19,7	14,0	30,9
2006 Sep	118,6	2,6	4,3	17,8	17,0	5,0	6,5	3,3	16,9	4,8	2,9	16,1	6,4	4,8	10,2
Oct	118,2	2,7	4,4	18,0	17,1	5,2	7,0	3,1	16,0	4,8	2,9	15,8	6,4	4,7	10,3
Nov	120,0	2,7	4,3	18,0	17,3	5,3	6,9	3,4	17,1	5,0	2,9	16,5	6,7	4,6	9,5
Dic	122,3	2,7	4,4	18,0	17,8	5,1	7,0	3,1	17,7	4,9	2,8	16,4	6,7	4,7	11,1
2007 Ene	121,4	2,8	4,5	18,9	17,7	5,1	7,1	3,5	16,6	4,6	2,9	16,4	7,0	4,8	9,5
Feb	122,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,5	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,5
Importaciones (c.i.f.)															
2003	987,7	23,7	36,9	138,6	108,9	47,2	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,6
2004	1.073,4	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,1	72,8	45,2	74,8
2005	1.223,3	26,3	42,2	152,5	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,9	95,9	53,5	82,8
2006	1.390,5	27,3	47,4	165,5	153,6	94,4	62,1	29,1	128,2	143,6	56,0	212,5	109,5	65,9	95,3
2005 III	318,2	6,6	10,7	39,5	33,0	19,9	15,0	6,2	30,9	31,5	13,6	50,0	26,7	14,1	20,6
IV	328,7	6,6	11,0	39,2	34,0	21,2	15,2	6,7	31,2	32,1	13,7	53,1	26,3	14,9	23,6
2006 I	337,3	6,7	11,3	41,1	35,2	23,3	15,0	7,1	31,6	33,5	14,2	51,5	26,8	15,6	24,5
II	344,1	6,7	11,4	42,9	37,3	24,4	15,4	7,5	31,5	34,4	13,9	53,3	27,0	15,8	22,6
III	354,1	7,0	12,1	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,0	14,3	55,0	27,8	16,7	25,2
IV	355,0	6,9	12,6	40,2	41,7	22,9	15,7	7,3	32,8	39,8	13,6	52,8	27,9	17,9	22,9
2006 Sep	118,0	2,3	4,1	13,3	13,4	7,8	5,3	2,4	10,6	12,4	4,8	18,4	8,7	5,5	9,0
Oct	117,7	2,2	4,1	13,3	13,9	7,6	5,2	2,4	10,9	12,5	4,6	17,9	9,2	5,7	8,3
Nov	116,3	2,3	4,2	13,5	13,6	7,6	5,2	2,4	10,4	13,4	4,5	17,6	9,3	5,9	6,3
Dic	121,0	2,4	4,4	13,4	14,2	7,7	5,3	2,5	11,5	13,8	4,5	17,3	9,4	6,2	8,3
2007 Ene	119,6	2,4	4,4	13,3	14,0	7,6	5,5	2,6	11,2	13,8	5,0	17,5	8,8	6,2	7,3
Feb	122,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,0	15,3	7,9	4,7	6,9
Saldo															
2003	69,1	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,7	-1,8	15,4
2004	69,4	0,4	2,4	60,3	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,4	-51,8	-21,1	-10,7	-8,6	-4,9	21,2
2005	13,8	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-24,0	-23,0	-6,7	22,0
2006	-10,8	3,8	2,3	49,2	40,1	-39,0	14,4	9,5	71,6	-90,2	-21,5	-29,4	-32,5	-11,6	22,6
2005 III	-0,4	0,8	0,7	12,0	7,3	-8,7	2,8	3,0	16,6	-20,2	-5,1	-6,3	-7,6	-1,9	6,1
IV	-7,1	0,9	0,3	11,9	8,5	-9,7	2,6	2,8	17,2	-20,5	-5,2	-10,8	-7,0	-2,5	4,5
2006 I	-5,1	0,8	0,3	12,1	9,3	-10,7	3,0	2,6	18,0	-20,9	-5,3	-7,9	-7,5	-2,4	3,4
II	-3,6	1,0	0,8	10,4	10,3	-11,4	3,0	2,3	18,1	-21,6	-5,5	-8,2	-8,1	-2,4	7,6
III	-7,6	0,8	0,7	13,0	10,1	-9,5	3,4	2,3	17,4	-22,5	-5,7	-9,2	-8,9	-3,1	3,5
IV	5,6	1,2	0,5	13,8	10,4	-7,4	5,1	2,2	18,0	-25,1	-5,0	-4,1	-8,2	-3,8	8,0
2006 Sep	0,6	0,3	0,2	4,6	3,5	-2,8	1,3	0,9	6,2	-7,6	-1,8	-2,4	-2,3	-0,7	1,2
Oct	0,5	0,5	0,3	4,6	3,2	-2,4	1,8	0,7	5,1	-7,8	-1,7	-2,1	-2,8	-1,0	2,0
Nov	3,8	0,4	0,1	4,6	3,7	-2,3	1,6	0,9	6,7	-8,4	-1,7	-1,1	-2,6	-1,3	3,2
Dic	1,3	0,3	0,0	4,6	3,6	-2,6	1,6	0,6	6,2	-8,9	-1,6	-0,9	-2,7	-1,5	2,8
2007 Ene	1,8	0,4	0,2	5,5	3,7	-2,5	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,1	-1,9	-1,5	2,2
Feb	-0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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-24						TCE-44	
	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	104,3	105,1	104,2	103,2	99,9	101,8	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,9	97,4	99,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,1	97,7	110,0	103,4
2006 I	101,7	102,5	101,0	99,0	94,1	96,6	107,4	101,2
II	103,8	104,6	103,0	100,9	95,1	98,2	110,1	103,6
III	104,5	105,3	103,7	101,4	95,7	98,3	111,2	104,5
IV	104,6	105,3	104,1	101,5	95,3	97,8	111,3	104,3
2007 I	105,5	106,0	104,8	-	-	-	112,0	104,8
2006 Abr	103,0	104,0	102,5	-	-	-	108,8	102,5
May	104,0	104,9	103,3	-	-	-	110,5	104,0
Jun	104,2	104,9	103,3	-	-	-	111,1	104,4
Jul	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
Ago	104,6	105,4	103,7	-	-	-	111,3	104,6
Sep	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,3
Oct	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
Nov	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
Dic	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 Ene	104,9	105,5	104,3	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,6
Mar	106,1	106,6	105,3	-	-	-	112,7	105,3
Abr	107,1	107,6	106,3	-	-	-	113,7	106,2
	% variación sobre mes anterior							
2007 Abr	1,0	1,0	0,9	-	-	-	0,8	0,8
	% variación sobre año anterior							
2007 Abr	4,0	3,5	3,7	-	-	-	4,5	3,6

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

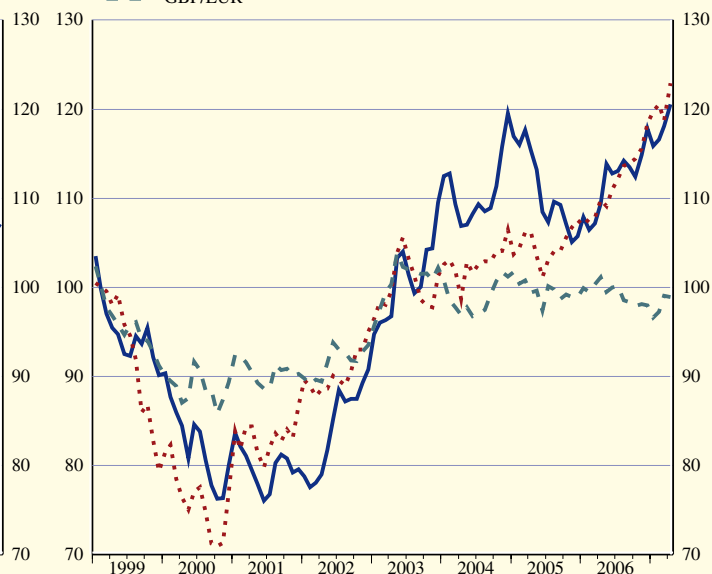
— TCE-24 nominal
 - - - TCE-24 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona noruega 11	Dólar australiano 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 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
2007 I	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1,230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
2006 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
2007 Ene	7,4539	9,0795	0,66341	1,2999	156,56	1,6155	1,217,83	10,1390	1,9983	1,5285	8,2780	1,6602
Feb	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1,225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
Mar	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1,248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
Abr	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1,257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
	% variación sobre mes anterior											
2007 Abr	0,0	-0,7	-0,1	2,1	3,5	1,6	0,7	2,1	1,4	-0,9	-0,2	-2,2
	% variación sobre año anterior											
2007 Abr	-0,1	-1,0	-2,2	10,1	11,9	4,0	7,6	11,0	4,2	9,1	3,5	-2,0
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Corona eslovaca 21	Lev búlgaro 22	Nuevo leu rumano ¹⁾ 23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
2006 III	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	37,842	1,9558	3,5415	
IV	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791	
2007 I	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812	
2006 Oct	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	36,804	1,9558	3,5191	
Nov	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	35,884	1,9558	3,4955	
Dic	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	34,967	1,9558	3,4137	
2007 Ene	27,840	15,6466	0,57842	0,6975	3,4528	253,88	0,4293	3,8795	34,751	1,9558	3,3922	
Feb	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823	
Mar	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692	
Abr	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Abr	-0,1	0,0	0,3	-0,7	0,0	-1,5	0,0	-1,8	-1,0	0,0	-1,1	
	% variación sobre año anterior											
2007 Abr	-1,7	0,0	0,9	1,1	0,0	-7,3	0,0	-2,6	-10,4	0,0	-4,5	
	Yuan renminbi chino ²⁾ 24	Kuna croata ²⁾ 25	Corona islandesa 26	Rupia indonesia ²⁾ 27	Ringgit malasio ²⁾ 28	Dólar neozelandés 29	Peso filipino ²⁾ 30	Rublo ruso ²⁾ 31	Rand sudafricano 32	Baht tailandés ²⁾ 33	Nueva lira turca ³⁾ 34	
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 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	
2007 I	10,1688	7,3656	89,28	11.934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492	
2006 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	
2007 Ene	10,1238	7,3711	91,02	11.796,04	4,5596	1,8699	63,552	34,4578	9,3440	45,850	1,8536	
Feb	10,1326	7,3612	88,00	11.855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260	
Mar	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659	
Abr	10,4400	7,3967	88,36	12.290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Abr	1,9	0,4	-0,4	1,2	0,5	-2,9	0,6	1,0	-1,4	1,6	-1,6	
	% variación sobre año anterior											
2007 Abr	6,1	1,2	-3,9	12,2	3,4	-6,8	2,1	3,3	28,7	-5,6	12,1	

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	6,0	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	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
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
IV	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2007 I	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
2006 Dic	6,1	1,5	1,7	5,1	1,5	6,8	4,5	6,6	0,8	1,4	4,9	3,7	1,4	3,0
2007 Ene	6,8	1,4	1,8	5,0	1,4	7,1	4,0	8,4	1,2	1,6	4,1	2,2	1,6	2,7
Feb	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
Mar	4,4	2,1	1,9	5,6	1,4	8,5	4,8	9,0	0,5	2,4	3,7	2,1	1,6	3,1
Abr	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Déficit (-) / superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período														
2006 Oct.	4,26	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	7,56	4,42	3,73	4,51
Nov	4,38	3,78	3,78	-	4,26	4,95	4,28	7,01	4,34	5,20	7,56	4,25	3,62	4,45
Dic	4,18	3,68	3,78	-	4,26	4,90	4,28	6,81	4,33	5,14	7,42	4,15	3,65	4,54
2007 Ene	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
Feb	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
Mar	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período														
2006 Oct.	3,78	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	8,62	5,02	2,96	5,13
Nov	3,84	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	8,71	4,94	3,08	5,23
Dic	4,01	2,56	3,84	3,81	3,76	4,21	3,72	8,20	3,90	4,20	8,19	4,82	3,21	5,29
2007 Ene	4,06	2,58	3,92	3,90	3,82	3,82	3,79	8,15	3,85	4,20	6,69	4,50	3,35	5,49
Feb	4,09	2,59	3,99	3,94	3,87	5,61	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
Mar	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
PIB real														
2005	6,2	6,1	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,2	3,0	3,5	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	6,0	6,1	3,2	11,4	3,8	11,9	7,5	3,9	2,9	5,8	7,6	8,3	4,4	2,8
2006 III	6,7	6,0	2,7	11,3	3,8	11,9	6,9	3,9	2,3	5,9	8,2	9,8	4,5	3,0
IV	5,7	5,8	3,1	10,9	3,6	11,7	7,0	3,4	3,6	6,6	7,6	9,6	4,9	3,0
2007 I	.	.	.	.	.	.	6,7	.	.	.	.	.	.	2,8
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2005	-11,1	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-4,9	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,4	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,9	-3,3	-1,7	-10,4	-8,4	6,7	-3,4
2006 II	-12,1	-5,9	2,7	-10,6	-2,3	-16,3	-8,3	-5,4	-6,0	-1,7	-13,6	-9,3	6,0	-3,0
III	-4,3	-5,1	4,6	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,2	5,2	-0,7	-9,5	-10,1	7,3	-3,5
IV	-24,5	-5,3	1,4	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-3,0	-2,6	-10,7	-7,3	7,3	-3,3
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,5	0,9	2,7	1,3	15,5	3,4	.	0,0	0,9	.	0,5	0,6	.
2006	4,5	.	2,5	5,7	1,9	13,8	7,0	.	-0,7	.	.	1,7	-0,6	.
2006 II	-	.	2,0	5,1	-	-	3,5	-	-0,6	-	-	3,7	-0,3	.
III	-	.	2,9	5,6	-	-	11,1	-	-0,9	-	-	0,5	0,5	.
IV	-	.	4,0	8,3	-	-	10,0	-	-1,2	-	-	1,0	-0,5	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,3	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	4,7	6,8	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,4	7,0	5,3
2006 III	9,2	7,1	3,7	5,8	4,6	6,7	6,0	7,6	7,2	13,5	7,6	13,1	6,8	5,4
IV	8,3	6,7	3,6	5,6	4,5	6,0	4,9	7,7	7,0	12,6	7,3	12,3	6,5	5,3
2007 I	8,2	6,4	3,4	4,9	4,4	5,8	5,7	8,0	6,7	11,7	7,8	11,0	6,7	.
2006 Dic	8,3	6,5	3,5	5,4	4,4	5,9	4,9	7,8	6,9	12,2	7,4	11,9	6,6	5,4
2007 Ene	8,4	6,5	3,3	4,9	4,4	6,0	5,8	7,9	6,7	12,1	7,7	11,2	6,7	5,4
Feb	8,2	6,4	3,4	4,9	4,4	5,8	5,7	8,0	6,7	11,7	7,7	11,0	6,7	.
Mar	8,0	6,2	3,4	4,9	4,3	5,6	5,5	8,1	6,6	11,4	7,8	10,8	6,6	.
Abr	.	.	.	4,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

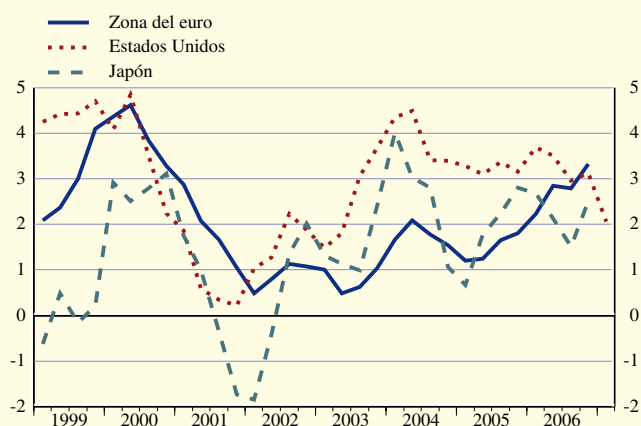
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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⁾ 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	6,9	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,6	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,1	3,2	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-0,2	3,3	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	.	.
2006 I	3,6	1,9	3,7	4,9	4,7	4,7	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
II	4,0	0,1	3,5	5,5	4,6	4,7	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
III	3,3	-2,2	3,0	6,1	4,7	4,5	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
IV	1,9	-0,4	3,1	3,6	4,5	5,0	5,37	4,63	1,2887	.	.
2007 I	2,4	-2,0	2,1	2,4	4,5	5,7	5,36	4,68	1,3106	.	.
2006 Dic	2,5	-	-	3,6	4,5	5,3	5,36	4,57	1,3213	-	-
2007 Ene	2,1	-	-	2,1	4,6	5,5	5,36	4,76	1,2999	-	-
Feb	2,4	-	-	2,5	4,5	5,5	5,36	4,73	1,3074	-	-
Mar	2,8	-	-	2,7	4,4	6,1	5,35	4,56	1,3242	-	-
Abr	.	-	-	.	4,5	.	5,35	4,69	1,3516	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,8	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	151,4
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,5	157,6
2005	-0,3	-0,5	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-5,9	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 I	-0,1	-1,6	2,7	3,0	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
II	0,2	-2,4	2,1	4,7	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	0,6	-2,9	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	.	.	2,9	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2006 Dic	0,3	-3,1	-	5,2	4,1	0,7	0,56	1,64	154,82	-	-
2007 Ene	0,0	.	-	4,4	4,0	0,9	0,56	1,71	156,56	-	-
Feb	-0,2	.	-	3,1	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
Mar	-0,1	.	-	1,5	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,66	1,67	160,68	-	-

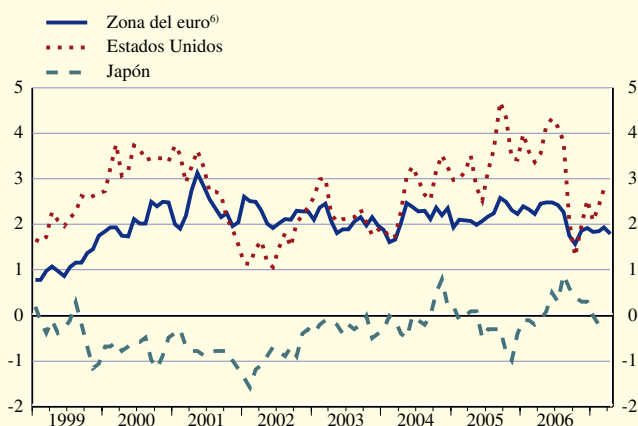
C37 Producto interior bruto a precios constantes

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

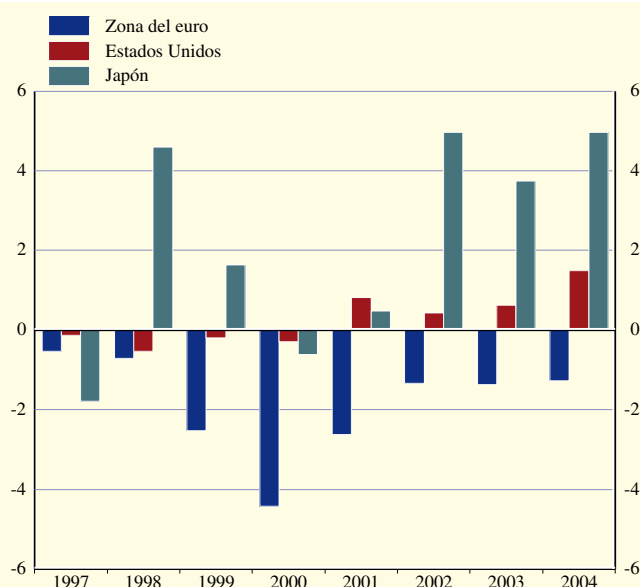
9.2 En Estados Unidos y Japón
(en porcentaje del PIB)

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 finan- ciación 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													
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,3	13,5	7,9	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,3	7,9	2,6	-1,0	13,8	4,9	9,6	9,7
2006	13,8	20,0	-6,2	7,6	7,3	2,3	8,2	1,4	-1,2	13,1	3,6	8,5	8,1
2005 I	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,1	13,6	5,7	10,0	8,5
II	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,7	14,0	4,4	9,4	10,4
III	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,5	8,5	1,4	-1,4	13,9	5,6	10,0	10,3
IV	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	3,1	7,9	2,3	-1,7	13,6	3,8	9,1	9,7
2006 I	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	2,7	8,4	1,1	-0,8	13,6	5,4	9,1	9,4
II	13,6	20,2	-6,4	7,6	7,3	3,0	8,1	2,3	-1,5	13,3	1,9	8,2	8,5
III	13,3	20,0	-6,5	7,7	7,4	1,5	8,3	0,7	-1,9	12,9	4,4	8,3	7,3
IV	14,0	19,4	-5,7	7,7	7,3	2,0	8,1	1,4	-0,7	12,6	2,7	8,4	7,4
Japón													
2003	25,4	22,9	3,1	13,2	13,2	2,4	16,9	-5,4	0,2	3,6	0,3	7,0	-0,7
2004	25,8	22,8	3,6	13,6	13,4	4,2	17,8	-0,5	1,0	4,8	3,1	6,8	-1,0
2005	26,4	23,3	3,5	14,4	14,2	6,8	17,1	-4,9	-4,6	4,4	3,0	6,4	1,2
2006	.	24,1	.	.	.	1,6	.	0,4	0,2	.	4,1	0,0	-0,2
2005 I	31,6	25,9	3,7	.	.	10,5	.	-3,5	-1,7	.	-12,3	.	3,0
II	22,3	24,2	3,2	.	.	-15,6	.	-14,0	2,3	.	9,1	.	-6,4
III	24,6	23,6	3,8	.	.	6,2	.	2,0	0,5	.	-3,3	.	3,1
IV	27,0	24,2	3,4	.	.	21,4	.	-9,6	-19,8	.	16,3	.	4,6
2006 I	31,9	23,8	4,2	.	.	8,6	.	-5,0	-3,1	.	-7,6	.	5,2
II	.	23,4	.	.	.	-24,3	.	-15,7	1,2	.	9,8	.	-9,9
III	.	24,3	.	.	.	8,3	.	2,9	-0,1	.	0,2	.	3,9
IV	.	24,7	.	.	.	13,4	.	18,3	2,7	.	13,0	.	0,3

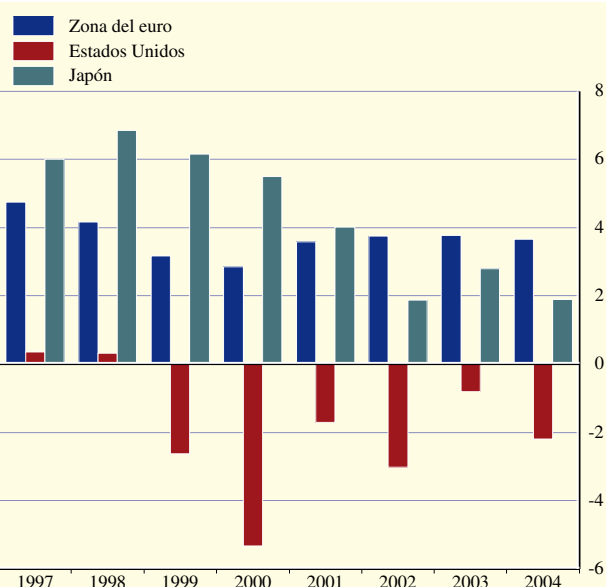
C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

LISTA DE GRÁFICOS

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



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

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

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

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 (www.ecb.int), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.int>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.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 del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 8 de mayo 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 corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001 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>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro 11, es decir, los siguientes once Estados miem-

bros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. A partir del 2007 los datos se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia.

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 que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, 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 anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

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

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada en-

idad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

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

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona 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, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones 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 (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a

emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se derivan 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 inter-

bancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de

automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 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) nº 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) nº 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 aplica-

ción (CE) nº 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 Organiza-

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.

ción Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 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° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 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° 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° 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 Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio

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.

web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las

convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. 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, que se actualizó 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-24 está integrado por los 14 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-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Ru-

sia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y

Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



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 financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 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, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

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 margi-

nal 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.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores:

las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

14 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.





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 febrero y abril del 2007. 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 Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

- «Informe de Convergencia», mayo 2006.
- «Convergence Report December 2006».
- «Informe de Convergencia 2006: Introducción y resumen», diciembre 2006.
- «Convergence Report May 2007».
- «Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

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.

- «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.
- «Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.
- «Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.
- «La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.
- «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.
- «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.
- «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.
- «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.
- «Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.
- «Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

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. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.

- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.
- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 720 «Real price wage rigidities in a model with matching frictions», por K. Kuester, febrero 2007.
- 721 «Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?», por R. Mestre, febrero 2007.
- 722 «Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach», por F. Smets y R. Wouters, febrero 2007.
- 723 «Asset allocation por penalised least squares», por S. Manganelli, febrero 2007.
- 724 «The transmission of emerging market shocks to global equity markets», por L. Cuadro Sález, M. Fratzscher y C. Thimann, febrero 2007.
- 725 «Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area», por C. Altavilla y M. Ciccarelli, febrero 2007.
- 726 «Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions», por M. Andersson, febrero 2007.
- 727 «Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data», por P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini y H. Stahl, febrero 2007.
- 728 «Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data», por S. Kurri, febrero 2007.
- 729 «Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?», por F. Altissimo, B. Mojon y P. Zaffaroni, febrero 2007.
- 730 «What drives business cycles and international trade in emerging market economies?», por M. Sánchez, febrero 2007.
- 731 «International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: A GVAR analysis of the US manufacturing sector», por P. Hiebert and I. Vansteenkiste, febrero 2007.
- 732 «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», por R. Adalid y C. Detken, febrero 2007.
- 733 «Mortgage interest rate dispersion in the euro area», por C. Kok Sørensen y J.-D. Lichtenberger, febrero 2007.
- 734 «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», por P. Hördahl y O. Tristani, febrero 2007.
- 735 «Market-based compensation, price informativeness and short-term trading», por R. Calcagno y F. Heider, marzo 2007.

- 736 «Transaction costs and informational cascades in financial markets: theory and experimental evidence», por M. Cipriani y A. Guarino, marzo 2007.
- 737 «Structural balances and revenue windfalls: the role of asset prices revisited», por R. Morris y L. Schuknecht, marzo 2007.
- 738 «Commodity prices, money and inflation», por F. Browne y D. Cronin, marzo 2007.
- 739 «Exchange rate pass-through in emerging markets», por M. Ca'Zorzi, E. Hahn y M. Sánchez, marzo 2007.
- 740 «Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration», por J. Brůha y J. Podpiera, marzo 2007.
- 741 «Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants», por J. von Landesberger, marzo 2007.
- 742 «The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: similarities and differences», por D. Gerdesmeier, F. P. Mongelli y B. Roffia, marzo 2007.
- 743 «Credit market and macroeconomic volatility», por C. Mendicino, marzo 2007.
- 744 «International financial linkages of Latin American banks: the effects of political risk and deposit dollarisation», por F. Ramon-Ballester y T. Wezel, marzo 2007.
- 745 «Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?», por S. Manganelli y G. Wolswijk, abril 2007.
- 746 «U.S. evolving macroeconomic dynamics: a structural investigation», por L. Benati y H. Mumtaz, abril 2007.
- 747 «Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model», por G. Coenen, P. McAdam y R. Straub, abril 2007.

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.
- «Estadísticas del BCE: Panorámica general», 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 en los nuevos Estados miembros participantes», 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).

«La opinión del Eurosistema sobre una "SEPA para las tarjetas"», 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).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

«Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

«TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.

«How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.

«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», 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 indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del 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.