



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
JUNIO**

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

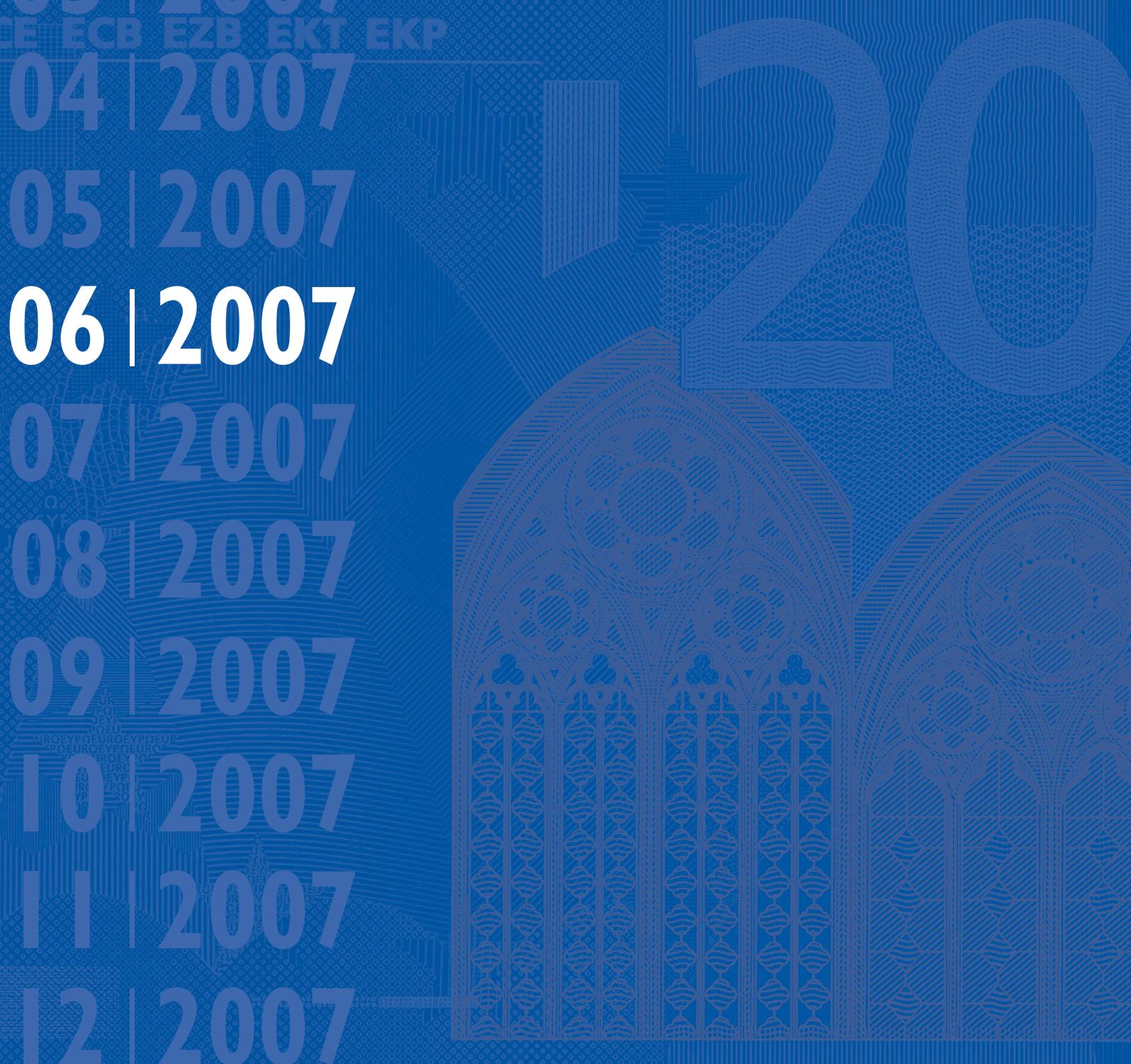
08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

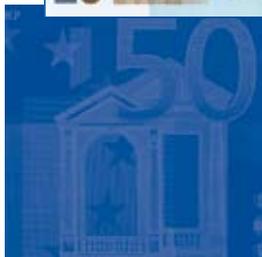
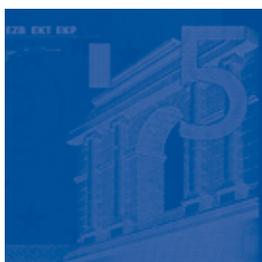
12 | 2007





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JUNIO 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 5 de junio de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5		
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9		
Entorno exterior de la zona del euro	9		
Evolución monetaria y financiera	18		
Precios y costes	60		
Producto, demanda y mercado de trabajo	68		
Evolución de las finanzas públicas	79		
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	87		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	91		
Recuadros			
1 Evolución de la inflación observada frente a la percibida en los países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004	12		
2 Inversión en fondos mixtos: Naturaleza y motivaciones	27		
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 14 de febrero y el 14 de mayo de 2007	32		
4 Información de los estados financieros de las sociedades no financieras cotizadas	45		
5 ¿Qué subyace tras el auge de las operaciones de capital de riesgo?	49		
6 El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro	56		
7 Evolución de los beneficios en la zona del euro	63		
8 Evaluación de la evolución reciente de las existencias	68		
9 Evolución reciente de los hogares y las sociedades no financieras: Información procedente de las nuevas cuentas trimestrales de los sectores de la zona del euro	71		
10 Evolución de los salarios del sector público en la zona del euro	83		
		11 Supuestos técnicos	87
		12 Previsiones de otras instituciones	90
		13 ¿Está disipándose el efecto moderador de la globalización sobre los precios de importación?	96
		ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
		ANEXOS	
		Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
		El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
		Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2005	IX
		Glosario	XV

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 6 de junio de 2007, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos hasta el 4%, con efectos a partir del inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas el 13 de junio de 2007. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se incrementaron, asimismo, en 25 puntos básicos, situándose en el 5% y el 3%, respectivamente. Estas decisiones también comenzarán a aplicarse al inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas, el 13 de junio de 2007.

La decisión del Consejo de Gobierno se adoptó teniendo en cuenta los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo identificados en el contexto de su análisis económico y monetario. Esta decisión seguirá contribuyendo 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, lo que constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo en la zona del euro. Tras este incremento de los tipos de interés, dado el favorable entorno económico de la zona del euro, la orientación de la política monetaria es aún acomodaticia, considerando que las condiciones generales de financiación son favorables, que el crecimiento monetario y del crédito es dinámico y que la situación de liquidez de la zona del euro es holgada. De cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. El Consejo de Gobierno realizará un seguimiento atento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse.

Al analizar la valoración del Consejo de Gobierno más detalladamente, por lo que se refiere al análisis económico, la información disponible confirma claramente que la economía de la zona del euro continúa su expansión a un ritmo considerablemente superior al que, en general, se esperaba hace un año. En el primer trimestre del 2007, la tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real se

situó en el 0,6%, volviendo a sobrepasar ligeramente las expectativas anteriores. Otros datos disponibles relativos a la actividad económica, procedentes principalmente de distintas encuestas de confianza empresarial y de los consumidores, apuntan a que el crecimiento ha mantenido su vigor durante el segundo trimestre.

De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo para la actividad económica siguen siendo favorables y continúan dándose las condiciones para que la economía de la zona del euro siga creciendo a un ritmo sostenido. En lo que respecta al entorno exterior, se observa un mayor equilibrio del crecimiento económico entre las distintas regiones y, aunque registró cierta moderación, continúa siendo fuerte. El entorno exterior sigue favoreciendo, por tanto, las exportaciones de la zona del euro. Asimismo, se espera que la demanda interna de la zona del euro mantenga un ritmo relativamente elevado. La inversión debería mantener su dinamismo, beneficiándose de condiciones de financiación que siguen siendo favorables, del incremento acumulado y en curso de los beneficios empresariales, de la reestructuración de los balances y de las mejoras de la eficiencia empresarial registradas durante un período prolongado. Al mismo tiempo, el consumo debería verse reforzado por la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación de los mercados de trabajo continúe mejorando.

Estas perspectivas también quedan reflejadas en las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. De acuerdo con dichas proyecciones, la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 2,3% y el 2,9% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. En comparación con las anteriores proyecciones de los expertos del BCE, el intervalo de crecimiento del PIB real previsto para el 2007 se sitúa en la parte superior del indicado en marzo. En cuanto al 2008, el intervalo se ha revisado marginalmente a la baja, tras el aumento de los precios del petróleo de los últimos meses.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas favorables de crecimiento



económico están en general equilibrados a corto plazo. A medio y a largo plazo, los riesgos siguen apuntando a la baja, debido principalmente a factores externos relacionados, sobre todo, con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y con la preocupación ante posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales y a posibles cambios del clima en los mercados financieros.

En cuanto a la evolución de los precios, los precios del petróleo han registrado nuevas subidas en los últimos meses. En consecuencia, como muestra la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,9% en mayo del 2007, sin variación respecto a abril, pero ligeramente superior a lo esperado hace algunos meses. De cara al futuro, el perfil a corto plazo de las tasas de inflación interanuales seguirá estando determinado, en gran medida, por la evolución actual y pasada de los precios energéticos, por cuanto que la volatilidad que dichos precios registraron el año pasado se traduce en efectos de base significativos. Considerando el nivel actual de los precios del petróleo y los contratos de futuros sobre este producto, que muestran una pendiente positiva, es probable que las tasas de inflación interanuales descendan ligeramente durante los próximos meses y que vuelvan a aumentar significativamente hacia finales del año.

En consonancia con esta perspectiva, los expertos del Eurosistema proyectan que la inflación interanual media medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2,2% en el 2007 y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2008. En comparación con las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de marzo del 2007, el intervalo estimado para la inflación en el 2007 es ligeramente superior, debido, fundamentalmente, a la subida de los precios del petróleo. El intervalo proyectado para la inflación en el 2008 se mantiene sin cambios. En este contexto, es importante tener en cuenta el carácter condicional de estas proyecciones, que se basan en una serie de supuestos técnicos, incluidos los relativos a los tipos de interés a corto y a largo plazo —basados en expectativas de los mercados obtenidas a partir de la

curva de rendimientos— y a los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas.

El Consejo de Gobierno estima que, en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, las perspectivas para la estabilidad de precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas relacionados fundamentalmente con el ámbito interno y, en particular, con la creciente utilización de la capacidad productiva en la zona del euro y con la mejora progresiva de los mercados de trabajo. En consecuencia, existe el riesgo de que la evolución salarial sea más dinámica de lo esperado, lo que entrañaría importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Asimismo, la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado en los que el nivel de competencia es bajo puede incrementarse en este entorno. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades. Específicamente, los acuerdos salariales deberían mostrar un grado de diferenciación suficiente para tener en cuenta las posiciones de la competitividad de precios, el nivel todavía alto del desempleo en muchas economías y la evolución de la productividad de los distintos sectores. El Consejo de Gobierno reitera que deben evitarse evoluciones salariales que pudieran traducirse en presiones inflacionistas e influir negativamente en el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. Asimismo, existen riesgos al alza para la estabilidad de precios con origen en aumentos de los precios administrados superiores a los previstos hasta ahora. Por último, en el entorno exterior, los riesgos al alza se derivan de la posibilidad de nuevas subidas inesperadas de los precios del petróleo.

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 liquidez ya holgada. La actual fortaleza de la expansión monetaria se refleja en la aceleración continuada de M3, que en abril se situó en una tasa interanual del 10,4%, y en la persistencia de elevados niveles de crecimiento del crédito. El intenso ritmo de la expansión monetaria y del crédito es reflejo, en parte, de las favorables condiciones de financiación y del vigor del crecimiento económico.

A corto plazo, la evolución monetaria y del crédito puede verse afectada, entre otros factores, por la pendiente de la curva de rendimientos y por factores externos, y estar sujeta a cierto grado de volatilidad. Para valorar las tendencias subyacentes del crecimiento monetario y crediticio relevantes para la política monetaria, es importante hacer abstracción de dichos aspectos transitorios. Desde esta perspectiva se observan distintas indicaciones de que la subida de los tipos de interés a corto plazo está influyendo en la evolución monetaria, sin, por el momento, haber ralentizado significativamente el dinamismo de la tasa subyacente de expansión monetaria y del crédito. Por ejemplo, los incrementos de los tipos a corto plazo han contribuido a una moderación de la expansión del agregado estrecho M1 durante los últimos trimestres. 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. La estabilización del crecimiento de los préstamos es ahora más general, como refleja la evolución de los últimos meses del endeudamiento de las sociedades no financieras y de los hogares. Al mismo tiempo, el crecimiento de los precios de la vivienda se ha reducido ligeramente, aunque, en promedio, se ha mantenido en niveles elevados en la zona del euro.

Considerando los factores a corto plazo y la tendencia de la continuada y vigorosa expansión del dinero y del crédito, existen indicaciones claras de la presencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes temporales a medio y a largo plazo. Tras varios años de sólido crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro sigue siendo holgada. En este contexto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo en un entorno de expansión 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, es importante hacer abstracción de la volatilidad a corto plazo de las tasas de inflación. El horizonte temporal relevante para la política monetaria es el medio plazo. Los riesgos para las perspectivas a medio plazo de estabilidad de pre-

cios siguen apuntando al alza y se relacionan, sobre todo, con el ámbito interno. Debido a la intensificación del uso de la capacidad productiva y a la mejora gradual de los mercados de trabajo, comienzan a observarse tensiones que podrían dar lugar, particularmente, a una evolución salarial más dinámica de lo esperado. Habida cuenta del vigor del crecimiento monetario y crediticio, en un entorno en el que la situación de liquidez es ya holgada, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento atento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse, lo que 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. 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 la política fiscal, todos los países deberían respetar las normas y disposiciones recogidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto resulta necesario para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria, por cuanto que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento representa un componente indispensable de su marco institucional. Tras la mejora presupuestaria observada en el 2006, las últimas previsiones sugieren que durante el período comprendido entre el 2007 y el 2008 continuará la reducción del déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB. Esto se debe, sobre todo, a la fortaleza de la recaudación de ingresos proyectada en el contexto de unas perspectivas macroeconómicas favorables. La mejora estructural es, sin embargo, más modesta. La «bonanza» económica actual debería aprovecharse para corregir rápidamente el resto de desequilibrios presupuestarios de los países de la zona del euro y acelerar el ajuste hacia su objetivo de lograr posiciones de saneamiento presupuestario a medio plazo centrado en la contención del gasto. Como acordaron los ministros de Economía de la zona del euro, en la reunión del Eurogrupo

celebrada en Berlín el 20 de abril de 2007, aprovechar las condiciones cíclicas favorables permitiría a la mayoría de los miembros de la zona del euro lograr sus objetivos a medio plazo en el 2008 o el 2009, debiendo todos ellos tratar de alcanzar dichos objetivos en el 2010 como muy tarde. Esto es particularmente importante con vistas a reducir las todavía elevadas ratios de deuda pública y para prepararse para el esfuerzo presupuestario que representa el envejecimiento de la población. A fin de garantizar la eficacia de la vigilancia de la evolución presupuestaria, el Consejo de Gobierno apoya las iniciativas de Eurostat dirigidas a mejorar la situación de los datos presupuestarios y celebra la creciente importancia que el Consejo ECOFIN concede a las medidas encaminadas a mejorar la calidad de las finanzas públicas y a fomentar la eficiencia de la administración pública.

En cuanto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno apoya plenamente cualquier iniciati-

va encaminada a mejorar la competencia, incrementar la productividad y fomentar la flexibilidad de la economía, estimulando así el empleo y un mayor crecimiento sostenido del PIB real. A este respecto, el Consejo de Gobierno respalda decididamente las reformas dirigidas a reducir las rigideces del mercado de trabajo, las barreras de los mercados de productos y las cargas administrativas, y a estimular la innovación tecnológica. Aprovechar el carácter complementario de las reformas incrementaría sus beneficios en términos de dinamismo económico y estabilidad de precios a largo plazo. Asimismo, no debe subestimarse la importancia para la productividad y el crecimiento en Europa de la conclusión satisfactoria de las negociaciones comerciales de la Ronda de Doha. En última instancia, un mayor crecimiento de la productividad impide que el aumento de los salarios reales afecte negativamente al empleo, por lo que respalda el crecimiento de la renta de los trabajadores de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial sigue siendo dinámica, impulsada por un crecimiento económico sostenido e incluso en aumento en los principales mercados emergentes. Hasta la fecha, el impacto de la desaceleración económica de Estados Unidos sobre la economía mundial ha sido relativamente moderado. Las variaciones de los precios de la energía continúan afectando a la evolución de los precios mundiales. Los riesgos para las perspectivas, a escala mundial, tienen su origen principalmente en la posibilidad de que se intensifiquen las presiones proteccionistas y se produzca una nueva subida de los precios del petróleo, en la persistencia de los desequilibrios mundiales y en el consiguiente riesgo de un ajuste desordenado, así como en un cambio posible de actitud de los mercados financieros.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En conjunto, la actividad económica mundial sigue siendo dinámica, impulsada por un crecimiento económico sostenido e incluso en aumento en las principales economías emergentes. Concretamente, los mercados emergentes de Asia continúan registrando sólidas tasas de crecimiento económico y siguen siendo uno de los grandes motores de dicha actividad. En los países de la OCDE (excluida la zona del euro), tras una ligera desaceleración con respecto a los niveles un tanto elevados de finales del 2006, el crecimiento de la producción industrial se estabilizó a comienzos del 2007 y continúa respaldando el vigoroso impulso de la demanda exterior de la zona del euro. Al panorama de un entorno exterior más bien favorable para la zona del euro contribuye también la evidencia de las encuestas, que apunta a algunas señales de renovado dinamismo de la economía mundial en el segundo trimestre, tanto en la producción del sector manufacturero como en la del sector servicios.

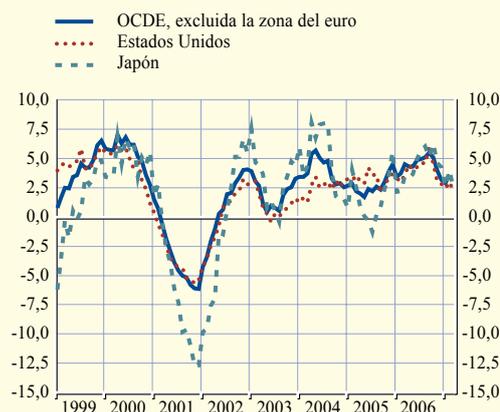
Las variaciones de los precios de la energía continúan afectando a la evolución de los precios mundiales. Tras un ligero aumento en marzo, la inflación general medida por los precios de consumo volvió a reducirse en los países de la OCDE, mientras que la inflación, excluidos los alimentos y la energía, no experimentó variaciones. El incremento continuo y gradual de los precios del petróleo en abril y mayo es una señal de posibles riesgos inflacionistas a escala mundial. Esta señal la evidencian, además, las encuestas que apuntaban a una nueva intensificación de las presiones inflacionistas mundiales, dado que el Índice mundial de directores de compras para los precios de los consumos intermedios registró en abril y mayo el nivel más alto de los últimos nueve meses.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos el crecimiento del PIB real experimentó una acusada contracción en el primer trimestre del 2007. Según la estimación provisional, el crecimiento del PIB real en tasa intertrimestral anualizada fue del 0,6% en el primer trimestre del 2007, frente al 2,5% registrado en el cuarto trimestre del 2006. Esta moderación del crecimiento refleja la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta y de las existencias, mientras que la inversión residencial siguió representando un notable lastre para el crecimiento económico. Al mismo tiempo, el consumo siguió siendo firme.

Gráfico I Producción industrial en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a marzo del 2007, excepto para la OCDE, excluida la zona del euro (febrero del 2007).

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se ha mantenido en niveles un tanto elevados. En los seis meses transcurridos entre noviembre y abril alcanzó un promedio del 2,4%, aunque con fluctuaciones bastante pronunciadas, debido a la evolución de los precios de la energía. En abril, la inflación interanual medida por los precios de consumo fue del 2,6%. No obstante, hay algunos indicios de moderación de las presiones inflacionistas, ya que la inflación relacionada con los precios de la vivienda se ha reducido ligeramente en los últimos meses. La inflación interanual subyacente (es decir, excluidos los alimentos y la energía), medida por el IPC, se situó en el 2,3%, frente a la media semestral del 2,6%.

De cara al futuro, se prevé que, en el corto plazo, la economía estadounidense continúe su expansión por debajo de la tendencia, dados los efectos negativos del mercado de la vivienda sobre el gasto de los hogares (consumo e inversión residencial), aunque la favorable situación del empleo y de la renta debería atenuar, en parte, el lastre sobre el consumo. Las presiones sobre los precios, debidas hasta cierto punto a los elevados niveles de utilización de los recursos, también deberían seguir atenuándose como resultado de la moderación prevista del crecimiento económico y dado que las expectativas de inflación están contenidas.

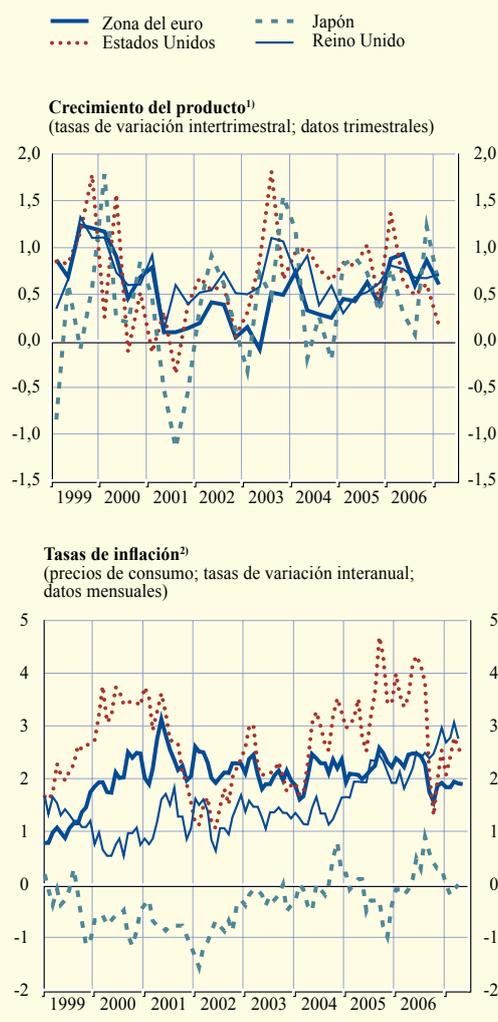
El 9 de mayo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en el 5,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha seguido recuperándose con firmeza, mientras que la inflación ha continuado siendo moderada. El producto crece impulsado por las sólidas exportaciones y la firme demanda interna. En el primer trimestre del 2007, según la primera estimación provisional publicada por la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,6%. El crecimiento del PIB se vio favorecido por la aceleración del crecimiento de las exportaciones y por el renovado dinamismo del gasto en consumo, mientras que la inversión empresarial, uno de los principales factores determinantes de la expansión en curso, experimentó una contracción durante el trimestre, la primera desde el cuarto trimestre del 2005.

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 se ha reducido, como consecuencia, en parte, de la contribución negativa de los precios relacionados con el petróleo. Como resultado, en febrero y marzo del 2007, las

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.

variaciones interanuales del IPC volvieron a registrar cifras negativas por vez primera desde abril del 2006. Sin embargo, últimamente la desaceleración parece haber tocado fondo, debido a las nuevas subidas de los precios de la energía. En abril del 2007, la variación interanual del IPC general fue de 0,0%, frente al -0,1% registrado en el mes anterior, mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos, continuó descendiendo en tasa interanual (-0,1%), aunque en menor medida que en el mes anterior (-0,3%).

De cara al futuro, las perspectivas de la economía japonesa siguen siendo positivas. Se prevé que continúe la expansión de la actividad económica, impulsada por la firme demanda interna y el dinamismo de las exportaciones en un contexto de favorable evolución de la competitividad.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento económico ha sido vigoroso y relativamente estable en los últimos trimestres. En el primer trimestre del 2007, la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue del 2,9%, siendo el consumo privado y la formación bruta de capital fijo los dos principales factores determinantes. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue neutra. A corto plazo, se prevé que la tasa de crecimiento económico se mantenga, en general, en los niveles actuales.

En los últimos meses, la inflación ha sido elevada, aunque en abril la tasa de crecimiento interanual del IAPC se redujo hasta el 2,8%, desde el 3,1% observado en marzo. El mayor efecto a la baja tuvo su origen en la factura de las empresas de servicios públicos y en los servicios financieros. El crecimiento interanual de los salarios medios, excluidos los componentes salariales variables, ha sido moderado en los tres meses transcurridos hasta marzo (un 3,7% en promedio), pero si se incluyen dichos componentes, fue algo más acusado (4,5%).

El 7 de junio, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en 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 producto ha seguido registrando un sólido crecimiento en los últimos trimestres, siendo la demanda interna el principal factor determinante de dicho crecimiento. La evolución de la inflación ha variado de unos países a otros en los últimos meses.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento interanual del PIB real ha seguido siendo vigorosa en los últimos trimestres, situándose en el 3,1% y en el 4,9%, respectivamente, en el cuarto trimestre del 2006. En ambos países, la demanda interna ha sido el principal factor determinante. Los indicadores de actividad sugieren que, en los próximos trimestres, estos dos países registrarán un robusto crecimiento. La inflación medida por el IAPC ha sido estable en los últimos meses, con valores del 1,7% en Dinamarca y del 1,6% en Suecia en abril del 2007, y se prevé que lo siga siendo en los próximos meses.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental, el crecimiento del producto ha sido, en general, sólido en los últimos trimestres. En el cuarto trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue del 5,8% en la República Checa, del 3,3% en Hungría, del 6,6% en Polonia, y del 7,6% en Rumanía. En La República Checa, Polonia y Rumanía, el principal factor determinante de dicho crecimiento fue la demanda interna, mientras que en Hungría estuvo determinado por la demanda exterior neta. Según los indicadores de actividad, es probable que el crecimiento se mantenga estable en los próximos trimestres en la República Checa, Polonia y Rumanía, y que experimente una desaceleración en Hungría. La inflación interanual medida por el IAPC se ha mantenido, en general, estable en los últimos meses en estos cuatro países. En la República Checa y Polonia, la inflación se ha situado en un



intervalo del 2% al 3%. Por el contrario, en Rumanía se ha aproximado al 4%, mientras que en Hungría se situó en torno al 9%, como consecuencia, principalmente, del impacto a corto plazo de la batería de medidas de saneamiento de las finanzas públicas.

La mayoría de los países más pequeños de la UE que no forman parte de la zona del euro han registrado un sólido crecimiento intertrimestral del PIB real en los últimos trimestres, que ha estado determinado, principalmente, por el dinamismo de la demanda interna, respaldada, a su vez, por la rápida expansión del crédito y de la renta disponible. Los indicadores de actividad apuntan a que en la mayoría de estos países se mantendrá la sólida dinámica de crecimiento económico. La inflación interanual ha sido bastante baja o incluso inferior al 2% en Chipre, Malta y Eslovaquia en los últimos meses. Al mismo tiempo, se ha situado por encima del 4% en Bulgaria, Estonia, Letonia y Lituania. Además, en los últimos meses, la inflación ha seguido una tendencia al alza en todos los Estados bálticos. En el recuadro 1 se analiza, desde una perspectiva de más largo plazo, la evolución de la inflación observada y de la inflación percibida en algunos de los países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004.

En Rusia, los indicadores provisionales de actividad económica sugieren que el crecimiento del PIB se incrementó en el primer trimestre del 2007 hasta más del 7% en tasa interanual (frente al 6,7% del 2006). La inflación medida por el IPC aumentó ligeramente en abril, hasta una tasa interanual del 7,8%, debido principalmente a las subidas de los precios de los alimentos.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN OBSERVADA FRENTE A LA PERCIBIDA EN LOS PAÍSES QUE SE INCORPORARON A LA UE EN MAYO DEL 2004

En este recuadro se analizan, de forma sucinta, la inflación observada y la inflación percibida en nueve de los países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004 (EU9)¹. En el momento de la incorporación, las percepciones de los consumidores respecto a la inflación aumentaron, aunque con intensidad variable, en la mayoría de estos países. En unos pocos casos, las percepciones ya habían comenzado a intensificarse en el 2003, después de que se estableciera la fecha de adhesión a la UE (véase gráfico A).

Por lo que respecta a la inflación observada, la mayoría de estos nueve países experimentaron un fuerte incremento coincidiendo con la adhesión a la UE, que tuvo su origen, principalmente, en una subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Los precios de los alimentos también registraron un alza notable como consecuencia de la integración en la Política Agrícola Común de la UE y de la eliminación de las restantes barreras comerciales para los productos agrícolas dentro de la UE, lo que estimuló en mayor medida las exportaciones y el correspondiente arbitraje de los precios. La posibilidad de que se produjeran nuevas subidas de precios relacionadas con impuestos tras la incorporación a la UE, estimuló la demanda a principios del 2004, dando un nuevo impulso a las presiones inflacionistas. Otro factor que presionó al alza sobre la inflación fue el elevado nivel de los precios del petróleo en ese año. La evolución de los precios tras la incorporación a la UE indica que los ajustes relacionados con este acontecimiento se disiparon prácticamente al cabo de un año en la UE9, aunque la inflación siguió siendo alta en los Estados bálticos.

Las percepciones de los consumidores respecto a la inflación son objeto de un seguimiento mensual por parte de la Comisión Europea que, posteriormente, agrega los resultados de la encuesta en forma

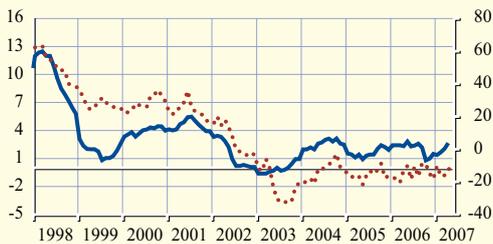
¹ Malta no se incluye en el análisis debido a la falta de datos.

Gráfico A Percepciones respecto a la inflación e IACP en varios países que se incorporaron a la UE en mayo del 2004

(tasas de variación interanual, saldos netos, datos desestacionalizados)

República Checa

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



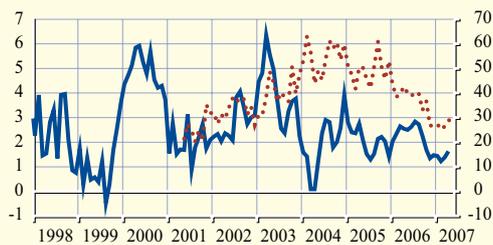
Estonia

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



Chipre

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



Letonia

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)¹⁾



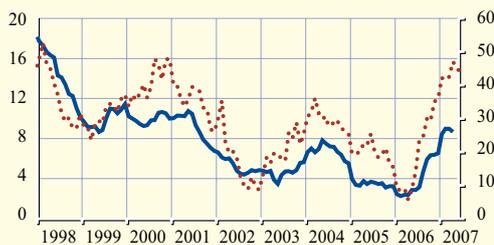
Lituania

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



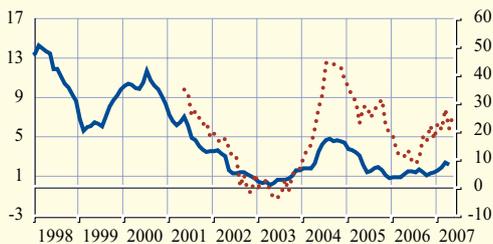
Hungría

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



Polonia

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



Eslovaquia

— Inflación general IACP (escala derecha)
..... Inflación percibida (escala derecha)



Fuente: Encuesta de opinión de la Comisión Europea.

1) En el caso de Letonia, no se dispone de datos sobre inflación percibida para el período comprendido entre abril del 2000 y abril del 2001.

de «estadística de saldos». Este indicador se calcula por diferencia entre una media ponderada del porcentaje de encuestados que opinan que los precios de consumo han «subido mucho» o lo han hecho «moderadamente» en los doce meses anteriores y una media ponderada del porcentaje de encuestados que opinan que los precios «han bajado» o «se han mantenido prácticamente estables» durante el mismo período. La ponderación asignada a las respuestas más moderadas equivale a la mitad de la que se asigna a las más extremas. Por consiguiente, la estadística de saldos sólo ofrece información sobre las percepciones de los cambios de sentido de los precios durante los doce meses anteriores a la encuesta. En particular, un indicador cualitativo de esta naturaleza no permite hacerse una idea de la magnitud de la tasa de inflación que perciben los consumidores. Se trata pues, de una matización que debe tenerse en cuenta a la hora de interpretar los datos que aparecen en el gráfico A².

Como se indica en el gráfico A, antes de la incorporación a la UE en mayo del 2004, se había manifestado una actitud muy similar por parte de los consumidores respecto a la inflación percibida y observada en algunos países de la UE9. La incorporación a la UE se asoció con una discrepancia entre la inflación percibida por los consumidores y la evolución real de la inflación en la mayoría de estos nueve países y, en particular, en Estonia, Chipre, Letonia, Lituania y Polonia. En el 2006, la inflación percibida cambió de signo o se estabilizó en Chipre, Letonia y Polonia, pero las divergencias entre la evolución del indicador de inflación percibida y la inflación observada siguieron acentuándose en Estonia y Lituania. Por el contrario, en la República Checa, Hungría, Eslovenia y Eslovaquia, la relación entre la inflación observada y la percibida se mantuvo bastante estable antes y después de la adhesión. No obstante, en Hungría, las percepciones respecto a la inflación aumentaron considerablemente en el 2006, lo que podría deberse, en parte, a las medidas de saneamiento de las finanzas públicas, que incluyeron alzas significativas de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

Pueden aducirse varios argumentos para explicar las divergencias antes mencionadas que se observaron en casi todos los países de la UE9 después de la incorporación a la UE. Algunos bienes que se adquieren con frecuencia (concretamente los alimentos), cuyo impacto sobre las expectativas de inflación podría ser desproporcionado en relación con el que tendría sobre la inflación observada, se vieron afectados por los ajustes de precios registrados en el contexto de la adhesión a la UE. Al mismo tiempo, la subida de los precios de la energía, imputable a factores ajenos a dicha adhesión, podría haber contribuido también al acusado incremento de la inflación percibida. Además, debido a la amplia cobertura de la ampliación de la UE en los medios de comunicación, los consumidores podrían haber sido más sensibles a las variaciones de los precios y a los cambios en su poder adquisitivo. Dado que los niveles de precios en la mayoría de los países de la UE9 son todavía significativamente más bajos que los de la zona del euro, las elevadas expectativas respecto a los efectos de igualación de los precios que traería consigo la incorporación a la UE también podría haber reforzado la discrepancia entre la evolución de las percepciones de inflación de los consumidores y la inflación efectivamente observada. Además, considerando que los costes de las viviendas ocupadas por los propietarios se excluyen actualmente de la cesta de cálculo del IAPC, los fuertes incrementos de los precios de la vivienda registrados en algunos países de la UE9 podrían explicar, en parte, esa discrepancia. En varios estudios empíricos se ha puesto también de manifiesto el papel que desempeñan los factores psicológicos a la hora de explicar dicha discrepancia, entre otros, el papel de las expectativas a priori³.

2 Para más información sobre la encuesta de la Comisión Europea y el cálculo de la estadística de saldos, véase el recuadro 1 del artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2007.

3 E. Traut-Mattausch, 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», *European Journal of Social Psychology*, vol. 34, n.º 6, pp. 739-760.

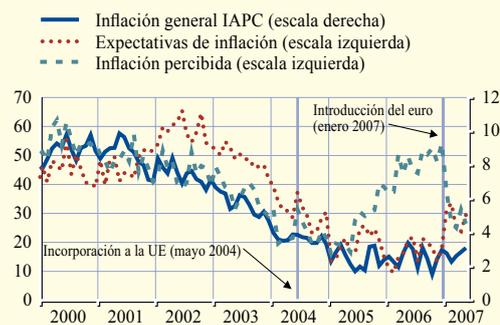
En este contexto, la evolución reciente en Eslovenia, país que introdujo el euro en enero del 2007, resulta especialmente interesante. Antes del 2005, existía una estrecha relación entre las expectativas de los consumidores respecto a la inflación y la evolución de la inflación observada. Sin embargo, en el segundo semestre del 2005, el indicador de expectativas de inflación de la encuesta de la Comisión Europea comenzó a desviarse cada vez más de la evolución de la inflación observada, medida por el IAPC. Posteriormente, dichas expectativas aumentaron de forma sistemática hasta finales del 2006, a pesar de que las tasas de inflación se mantuvieron relativamente estables durante ese período (véase gráfico B). A principios del 2007, y tras la introducción del euro, aumentaron las percepciones respecto a la inflación mientras que se redujeron notablemente las expectativas correspondientes. La zona del euro experimentó una evolución de similares características en cuanto a las divergencias entre el indicador de inflación percibida y la inflación observada tras la adopción de la moneda única⁴.

Conscientes del riesgo de un incremento de los precios que podría traer consigo la introducción del euro, las autoridades eslovenas adoptaron varias medidas para reducir al mínimo el impacto del canje del efectivo, entre otras, el mantenimiento de los precios en la moneda nacional y en euros cuanto antes y durante un período prolongado, el desarrollo de una amplia campaña de información, la introducción de equipos de seguimiento de los precios y la desaparición de la doble circulación de monedas de curso legal en sólo dos semanas. Estas medidas parecen haber tenido éxito para frenar los efectos de la introducción del euro sobre la inflación. Se estima que el canje de moneda sólo se tradujo en un incremento del nivel del IAPC que podría situarse entre el 0,2% y el 0,3%. En este contexto, parece haberse revertido ya, en cierta medida, el incremento de las percepciones de inflación registradas en Eslovenia a principios del 2007.

4 Véase el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2007.

Gráfico B Eslovenia: inflación observada, percibida y esperada

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica ha seguido siendo dinámica últimamente, tras el repunte del crecimiento del PIB registrado en el primer trimestre en varias de las economías más grandes. La demanda exterior neta y la demanda interna mantuvieron el fuerte impulso en las principales economías de la región. La inflación aumentó ligeramente en abril en comparación con las cifras de finales del 2006.

En China, la expansión de la economía continuó a un ritmo vigoroso, tras la recuperación del crecimiento del PIB experimentada en el primer trimestre del 2007. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor aumentó de nuevo en abril, mientras que la inversión en activos fijos y la producción industrial siguieron siendo sólidas. Como resultado de un mayor crecimiento de las exportaciones, al que hay que sumar el crecimiento sostenido de las importaciones en los últimos

meses, aumentó el superávit comercial que, en los cuatro primeros meses del 2007 ascendió, en cifras acumuladas, a 63,3 mm de dólares estadounidenses, frente a los 33,6 mm de dólares contabilizados en el mismo período del 2006. Según cifras oficiales recientes, el superávit por cuenta corriente de China ascendió al 9,3% del PIB en el 2006, desde el 7,2% del PIB registrado en el 2005. El 18 de mayo, el Banco Central de la República Popular China anunció una batería de medidas de endurecimiento de la política monetaria, incluidas una subida de los tipos de interés, un nuevo incremento del coeficiente de reservas sobre los depósitos bancarios y una ampliación de la banda de cotización diaria del tipo de cambio del renminbi frente al dólar estadounidense de $\pm 0.3\%$ del tipo de referencia hasta $\pm 0.5\%$. La inflación medida por el IPC se redujo ligeramente, hasta el 3% en abril, desde el 3,3% de marzo.

En Corea, la actividad económica siguió siendo sostenida, situándose la tasa de crecimiento interanual del PIB real en el primer trimestre del 2007 en el 4%, sin variación con respecto al trimestre anterior. La inflación medida por el IPC fue del 2,5% en abril. La actividad también siguió siendo sólida en India, con una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 9,1% en el primer trimestre del 2007. La inflación medida por los precios al por mayor —el principal indicador de inflación del Banco de Reserva de India— se situó en el 5,4%, en tasa interanual, a principios de mayo, frente al 6,1% registrado a comienzos de abril.

En conjunto, las perspectivas de las economías emergentes de Asia siguen siendo favorables en el corto plazo, respaldadas por el firme crecimiento de la demanda interna. El sólido crecimiento económico de China también contribuirá, probablemente, a sostener el comercio exterior y la actividad en la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido siendo sostenida, aunque en las economías más grandes se observa cierto grado de heterogeneidad en el crecimiento y, en algunos casos, ya se aprecian indicios de moderación. En México, el crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa interanual del 2,6% en el primer trimestre del 2007, desde el 4,3% registrado en el cuarto trimestre del 2006. La inflación medida por el IPC se mantuvo estable en abril, en una tasa interanual del 4%. Los indicadores provisionales también sugieren una cierta desaceleración de la actividad económica en Argentina, que registró un crecimiento interanual de la producción industrial inferior al 7% entre enero y abril del 2007, frente al 9%, en tasa interanual, observado en los tres últimos meses del 2006. La inflación medida por el IPC siguió siendo elevada, aunque se redujo hasta una tasa interanual del 8,9% en abril del 2007. En Brasil, la actividad mantiene su dinamismo, habiéndose registrado una expansión de la producción industrial del 3,9%, en tasa interanual, en marzo, frente al 3% observado en febrero. La inflación medida por el IPC se mantuvo estable, en una tasa interanual del 3%, en abril.

Las perspectivas para el conjunto de América Latina continúan siendo positivas. Si bien se prevé que la demanda interna siga siendo el principal factor determinante del crecimiento, las favorables condiciones de la financiación externa y el hecho de que los precios de las materias primas se mantengan en máximos históricos deberían contribuir al mantenimiento de esas perspectivas.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se incrementaron notablemente durante casi todo el mes de mayo, alcanzando un nuevo máximo en el 2007, si bien descendieron ligeramente hacia finales del período considerado. La persistencia de los recortes imprevistos en refinerías se sumó a los problemas ya existentes e intensificó los temores a una contracción de los suministros de gasolina en Estados Unidos ante la fuerte demanda

estacional propia del verano, lo que contribuyó a elevar los precios tanto del petróleo como de la gasolina. El agravamiento de las tensiones geopolíticas, con un repunte de la violencia en Nigeria y la creciente inquietud respecto a Irán también contribuyeron a la subida de los precios. El 5 de junio, el precio del barril de Brent se situó en 69,7 dólares estadounidenses. De cara al futuro, la evaluación más reciente de la situación del mercado del petróleo, realizada por la Agencia Internacional de la Energía, indica un estrechamiento de los márgenes de oferta y demanda, dado que se prevé que la demanda de petróleo continúe siendo relativamente sólida, mientras que las proyecciones de crecimiento de la oferta procedente de países no pertenecientes a la OPEP siguen siendo más bajas de lo esperado anteriormente. Por consiguiente, se prevé un aumento de la demanda de petróleo de la OPEP y, a su vez, del grado de dependencia respecto a algunos de los productores más volátiles del mundo. En este contexto, es probable que, en el corto plazo, los precios del crudo se mantengan en niveles elevados en términos históricos y que sigan siendo bastante volátiles en respuesta a variaciones imprevisibles tanto en los márgenes de oferta y demanda como en el entorno geopolítico.

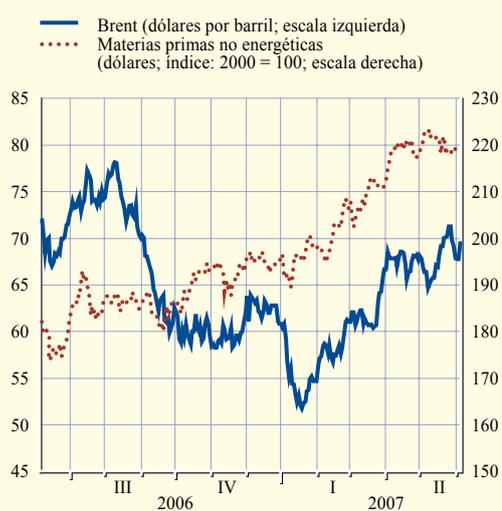
Tras el aumento relativamente fuerte que se produjo en abril, los precios de las materias primas no energéticas se redujeron ligeramente en mayo. No obstante, en términos históricos, se mantienen en niveles muy elevados. El repunte de los precios de los alimentos, en particular de las semillas oleaginosas y de los aceites, se compensó en cierta medida con un descenso de los precios de los metales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó, en mayo, aproximadamente un 25% por encima del nivel registrado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las favorables perspectivas del entorno exterior son una buena señal para la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro, que debe seguir siendo sólida. Coincidiendo con las expectativas de una cierta moderación del crecimiento mundial con respecto a las tasas tan altas registradas en los tres últimos años, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE muestra una tendencia a la baja en muchas de las principales economías industrializadas en los últimos doce meses. Al mismo tiempo, estos indicadores apuntan a una vigorosa expansión en grandes economías no pertenecientes a la OCDE, como China, India y Brasil.

Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen su origen, principalmente, en una nueva subida de los precios del crudo, en vista de la intensificación de las presiones proteccionistas, de las rigideces que afectan a los mercados del petróleo y del mantenimiento de las tensiones geopolíticas, en la persistencia de los desequilibrios mundiales y en el consiguiente riesgo de un ajuste desordenado, así como en un posible cambio de actitud de los mercados financieros.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La elevada tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro —reflejada en el persistente y pronunciado crecimiento interanual de M3— se ha visto impulsada, en su mayor parte, por el intenso crecimiento del crédito. El crecimiento interanual de este agregado monetario se fortaleció de nuevo en el primer trimestre del 2007, antes de moderarse ligeramente en abril. Este perfil de las tasas de crecimiento interanual tiene su origen, principalmente, en la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que está relacionada con los flujos internacionales de capital. Datos recientes confirman que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE están influyendo en la dinámica monetaria. Esto es patente en la progresiva moderación del crecimiento del crédito y de M1. Sin embargo, como consecuencia del aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, la demanda de activos monetarios incluidos en M3 ha continuado siendo acusada en su conjunto. En el contexto de la evolución actual de los mercados financieros internacionales y del aplanamiento de la curva de rendimientos, el crecimiento de M3 debe valorarse con cautela. En general, el acusado crecimiento monetario y crediticio, en una situación de abundancia de liquidez, sigue apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, particularmente en un entorno de mejora de la actividad y el clima económicos.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

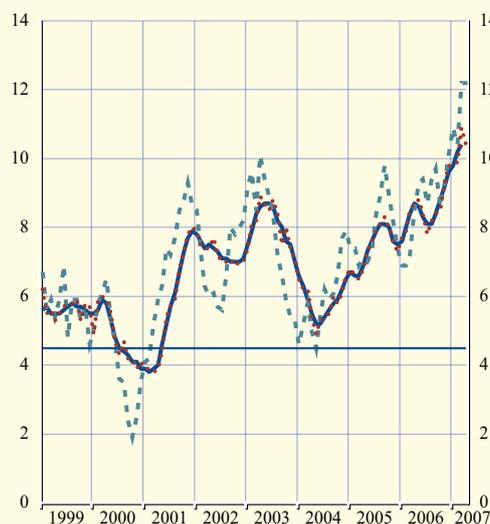
En el primer trimestre del 2007, el crecimiento interanual de M3 ascendió hasta el 10%, desde el 9% del cuarto trimestre del 2006. Si se consideran datos sintéticos de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual observada en el primer trimestre ha sido la más elevada desde el primer trimestre de 1990. La tasa de crecimiento interanual de este agregado también se fortaleció en el primer trimestre del 2007, hasta el 10,9% en marzo, desde el 9,9% de febrero y en abril se moderó ligeramente, hasta el 10,4%. La fortaleza de la expansión monetaria de los últimos meses también queda asimismo ilustrada por la evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, que continuó siendo muy superior a la tasa de crecimiento interanual y se situó en el 12,2% en abril (véase gráfico 4).

Los datos recientes sobre la evolución monetaria y crediticia confirman la intensa dinámica monetaria subyacente, que se reflejó en las elevadas tasas de crecimiento interanual de M3 y del crédito al sector privado. Los datos también respaldan la valoración de que el alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria ha causado un impacto sobre la evolución monetaria. Del lado de los componentes, el efecto de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE es patente en la gradual moderación del crecimiento interanual de M1. Al mismo tiempo, el alza de los tipos de interés a corto

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.

plazo parece haber contribuido al crecimiento la tasa de crecimiento de M3 en su conjunto, ya que el aplanamiento de la curva de rendimientos asociado a esta trayectoria ha aumentado, en general, el atractivo de los depósitos líquidos a corto plazo y de los instrumentos negociables con respecto al de los activos financieros a largo plazo no incluidos en M3. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de los incrementos de los tipos de interés es perceptible en la actual contención de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado de la zona del euro observada desde el segundo semestre del 2006, aunque el crecimiento se mantiene vigoroso y continúa siendo la contrapartida que más ha contribuido al elevado nivel de crecimiento interanual de M3. Al mismo tiempo, el pronunciado aumento del crecimiento interanual de este agregado monetario amplio a finales del 2006 y principios del 2007 tuvo su origen, fundamentalmente, en las entradas de capital, reflejadas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Si se considera el actual contexto de aplanamiento de la curva de rendimientos y la evolución de los mercados financieros internacionales, el crecimiento de M3 debe valorarse con cautela.

Las últimas indicaciones de un cambio de sentido de los desplazamientos de cartera hacia el dinero observados entre el 2001 y el 2003, un período de incertidumbre geopolítica, económica y financiera, se remontan al segundo semestre del 2005. Por tanto, la serie de M3 oficial y la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera han seguido un patrón similar en los últimos meses (véase gráfico 5). Estos desplazamientos de cartera desde los valores de renta variable hacia el dinero tuvieron su origen en la excepcional y acusada preferencia de los residentes en la zona del euro por activos líquidos y seguros entre el 2001 y el 2003, y no resultó fácil de explicar a partir de la evolución de determinantes convencionales de la demanda de dinero, como los precios, la renta y los tipos de interés. A este respecto, el intenso crecimiento de M3 observado en los últimos trimestres no puede justificarse haciendo referencia a esta extraordinaria preferencia por la liquidez relacionada con la incertidumbre reinante, sino que, más bien, los elevados flujos de M3 podrían haber estado motivados por una demanda de dinero por motivos de especulación como parte de las consideraciones generales relativas a las carteras.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Desde una perspectiva de medias trimestrales, la moderación del crecimiento interanual de M1 observada desde la primavera del 2006 se frenó en el primer trimestre del 2007 y se situó en el 6,8%, frente al 6,7% del cuarto trimestre del 2006 (tasas medias de crecimiento intertrimestral calculadas a partir del nivel medio del trimestre). Sin embargo, en abril del 2007, la tasa de crecimiento interanual cayó de nuevo, hasta el 6,2% (véase cuadro 1).

En cuanto a la evolución de los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación fue del 10,5% en abril del 2007, sin variaciones con respecto a la tasa observada en el primer

Gráfico 5 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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



Fuente: BCE.

1) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Cuadro I 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 Mar	2007 Abr
M1	46,5	9,8	7,6	6,7	6,8	7,0	6,2
Efectivo en circulación	7,4	11,9	11,4	11,1	10,5	10,5	10,5
Depósitos a la vista	39,1	9,5	7,0	5,9	6,1	6,3	5,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,7	8,5	9,5	11,1	11,9	12,7	12,4
Depósitos a plazo hasta dos años	19,6	15,3	19,7	25,2	29,5	32,2	31,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,1	3,8	2,4	1,1	-0,8	-1,7	-2,0
M2	85,2	9,2	8,4	8,6	9,0	9,5	8,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,8	5,6	6,4	11,2	16,3	19,9	19,4
M3	100,0	8,6	8,1	9,0	10,0	10,9	10,4
Crédito a residentes en la zona del euro		9,5	9,2	8,8	7,9	7,7	7,5
Crédito a las Administraciones Públicas		1,0	-0,9	-3,1	-4,5	-4,9	-5,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,2	-0,6	-0,4	-1,3	-1,4	-1,5
Crédito al sector privado		11,8	11,9	11,9	11,9	11,0	10,7
Préstamos al sector privado		11,2	11,2	11,2	10,5	10,5	10,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,7	8,5	9,0	9,9	10,1	9,9

Fuente: BCE.

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

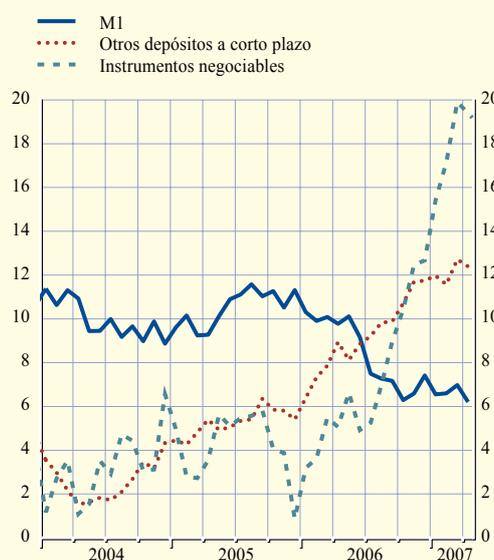
trimestre del 2007, y ligeramente por debajo de la tasa media de crecimiento interanual del 11,1% del cuarto trimestre del 2006. El crecimiento interanual de los depósitos a la vista se redujo hasta el 5,4% en abril del 2007, lo que supuso un retorno a la moderación iniciada a finales del 2005 y que se frenó temporalmente en el primer trimestre del 2007, en una tasa del 6,1%, frente al 5,9% en el cuarto trimestre del 2006.

El crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se ha fortalecido en los últimos meses, y se situó en el 12,4% en abril del 2007, con respecto al 11,9% del primer trimestre del 2007 y el 11,1% del cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico 6). Esta evolución refleja los persistentes incrementos de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), que, en términos interanuales, aumentaron el 31,2% en abril. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) ha continuado moderándose en los últimos meses.

La demanda más contenida de depósitos a la vista y de depósitos de ahorro a corto plazo, por un lado, y la más intensa de depósitos a corto plazo, por otro, refleja la creciente brecha entre la remuneración de estos tipos diferentes de depósitos. Mientras que los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo han seguido,

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

en líneas generales, las subidas de los tipos del mercado monetario, los aplicados a otros tipos de depósitos a corto plazo han reaccionado con menos rapidez a los incrementos de los tipos del mercado monetario durante el año pasado.

Al mismo tiempo, y considerando el aplanamiento de la curva de rendimientos, la subida de los tipos de interés a corto plazo ha tenido un impacto, en general, al alza, sobre M3, favoreciendo la demanda de activos monetarios por motivos de especulación. Este impacto es especialmente patente en el intenso crecimiento de los instrumentos negociables, que en su mayor parte se remuneran a los tipos de interés del mercado monetario. En abril, la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se elevó hasta el 19,4%, desde el 16,3% del primer trimestre del 2007 y el 11,2% del cuarto trimestre del 2006. Esta evolución es atribuible, en gran medida, al fortalecimiento de las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los valores de renta fija a corto plazo (valores distintos de acciones hasta dos años). Las participaciones en fondos del mercado monetario pueden ser una inversión atractiva en un contexto de aplanamiento de la curva de rendimientos, ya que los fondos mejor remunerados superan al tipo de interés de referencia del mercado monetario, en parte mediante el uso de productos derivados e invirtiendo en instrumentos con riesgo de crédito (como bonos de titulización). De igual modo, el atractivo de los valores distintos de acciones a corto plazo reside en el hecho de que con frecuencia se remuneran a tipos de interés variable y permiten a los inversores beneficiarse de las subidas de los tipos que se materialicen antes del vencimiento del valor.

El análisis del detalle por sectores del crecimiento monetario se basa en datos de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales (en lo sucesivo denominados depósitos de M3), los componentes del agregado monetario amplio para los que se dispone de información por sectores. El crecimiento interanual del conjunto de los depósitos de M3 se moderó en abril, después de aumentar en los dos trimestres anteriores. El fortalecimiento registrado en el primer trimestre del 2007 y en el cuarto trimestre del 2006 fue consecuencia de un aumento generalizado de las tenencias sectoriales de depósitos de M3, mientras que la disminución de abril corresponde, en su mayor parte, a las tenencias de los intermediarios financieros. Más concretamente, los depósitos de M3 que mantienen las instituciones financieras no monetarias distintas de las empresas de seguros y los fondos de pensiones crecieron a una tasa del 14,5% en abril, frente al 19,7% del primer trimestre. Las sociedades no financieras continuaron invirtiendo con intensidad en estos depósitos, ya que sus tenencias se incrementaron a una tasa interanual del 12,7% en abril, desde el 11,7% del primer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en manos de los hogares se situó en el 6,5% en abril, desde el 6,2% del primer trimestre. En general, aunque el sector de otros intermediarios financieros continuó siendo el más dinámico y volátil dentro del sector privado en términos de la tasa de crecimiento de los depósitos de M3, los hogares siguieron siendo los que más contribuyeron a la vigorosa tasa de crecimiento total.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la elevada tasa de crecimiento monetario continúa siendo atribuible al vigoroso crecimiento del crédito, aunque se está moderando. En cambio, el patrón de la dinámica monetaria durante los cuatro primeros meses del 2007 puede explicarse, en su mayor parte, por la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se mantuvo intensa, a pesar de la reciente moderación observada. Esta tasa se situó en el 7,5% en abril, desde el 7,9% y el 8,8% del primer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2006, respectivamente (véase cuadro 1). En cuanto al crédito total, el crédito concedido al sector público se redujo un 5,6%, en términos interanuales, en abril del 2007, más que las tasas de descenso del 4,5% obser-

vada en el primer trimestre del 2007 y del 3,1% del cuarto trimestre del 2006, debido, en particular, a un aumento de las ventas netas de valores emitidos por las Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado cayó hasta el 10,7% en abril, desde el 11% y el 11,9% del primer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2006, respectivamente. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM se incrementó, el crecimiento de los préstamos y de las tenencias de acciones y otras participaciones de este último sector experimentó una disminución. Los préstamos de las IFM continuaron siendo los que más contribuyeron al pronunciado crecimiento del crédito al sector privado, a una tasa interanual del 10,3% en abril del 2007, desde el 10,5% del primer trimestre del 2007 y el 11,2% del cuarto trimestre del 2006. Esta caída se debe, en gran parte, a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares, pero también, más recientemente, de los concedidos a las sociedades no financieras (para más información sobre la evolución por sectores de los préstamos al sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7).

Gráfico 7 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas)

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



Fuente: BCE.

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero ha continuado siendo vigorosa en los últimos meses, y la tasa de crecimiento interanual de los citados pasivos se situó en el 9,9% en abril, en relación con el 9,9% y el 9% del primer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2006, respectivamente. Si se consideran los componentes de estos pasivos, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo continuó moderándose, como consecuencia del creciente efecto amortiguador derivado de la contribución del sector privado no financiero. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM experimentó un incremento considerable entre octubre y marzo, y permaneció en un nivel elevado en abril. En general, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y M3 han crecido a unas tasas interanuales similares en los últimos trimestres (véase gráfico 7).

En el último trimestre del 2006 y el primer trimestre del 2007, el aumento de las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM ejerció una considerable influencia externa sobre la evolución monetaria. En abril del 2007, los flujos interanuales en la citada posición se moderaron, situándose en 315 mm de euros, tras haber alcanzado 336 mm de euros en marzo, y contribuyeron a la moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3 en abril (véase gráfico 8). Esta moderación es reflejo de unos flujos intermensuales negativos en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en abril, tras las entradas positivas récord de marzo. Este patrón sugiere cierto reajuste en los flujos intermensuales en marzo y abril, sobrevalorando por tanto la evolución subyacente. La evidencia disponible de la presentación monetaria de la balanza de pagos sugiere que los elevados flujos de entrada observados desde finales del 2006 han sido consecuencia, en general, del aumento de la

inversión en activos de la zona del euro por parte de no residentes en la zona, más que de una repatriación de fondos por parte de residentes. Estas entradas de capital son el resultado de un clima favorable a la inversión financiera en la zona del euro, asociado a unas perspectivas económicas positivas. A este respecto, las salidas de capital observadas en abril no necesariamente deben considerarse que sean presagio de nuevas salidas en los próximos meses.

En conclusión, el crecimiento monetario y crediticio han continuado siendo pronunciados. Las elevadas tasas de crecimiento interanual de M3 y del crédito al sector privado reflejan la actual fortaleza de la actividad económica y el nivel todavía moderado de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro. Ciertamente, el crédito continuó siendo el que más contribuyó al pronunciado crecimiento de M3, compensando con creces el impacto moderador asociado a la intensa demanda de pasivos financieros a más largo plazo. Aunque el sólido crecimiento del crédito explica la acusada tasa de crecimiento monetario, el patrón de la evolución monetaria a principios del 2007 se debe, en gran medida, a la trayectoria de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que ha supuesto una importante contribución externa al crecimiento interanual del agregado monetario amplio. En general, en los últimos trimestres, el crecimiento de M3 se ha visto impulsado al alza por la demanda de dinero por motivos de especulación, que ha contrarrestado el impacto moderador de las subidas de los tipos de interés sobre los componentes más líquidos de M3.

VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ DE LA ZONA DEL EURO

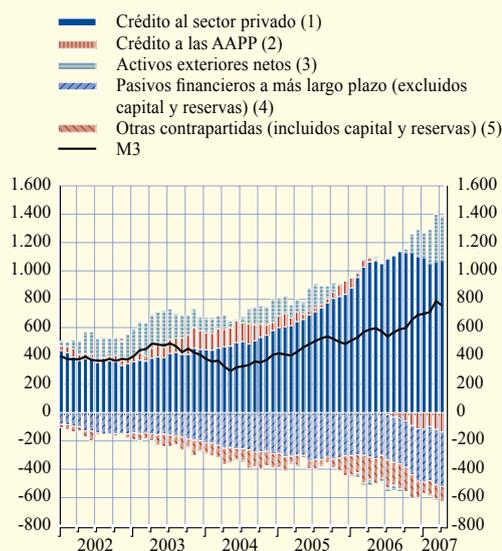
La intensa evolución de M3 en los cuatro primeros meses del 2007 ha conllevado una nueva acumulación de liquidez. Dado que no se han observado señales de un nuevo cambio de sentido de los anteriores desplazamientos de cartera después de que se reanudaran temporalmente en el cuarto trimestre del 2005, las dos medidas de la brecha monetaria continuaron con una trayectoria paralela en el primer trimestre del 2007. Las dos brechas permanecieron en niveles muy diferentes, y la brecha monetaria construida a partir de la serie de M3 corregida fue sustancialmente inferior (véase gráfico 9).

Las brechas monetarias reales tienen en cuenta que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por unos precios más elevados, reflejando desviaciones al alza de la inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Las brechas monetarias reales construidas a partir de la serie de M3 oficial y de la medida de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera son más reducidas que las respectivas medidas de la brecha monetaria nominal (véanse gráficos 9 y 10).

Estas medidas mecánicas únicamente son estimaciones imperfectas de la situación de liquidez, por lo que deben considerarse con cautela. Esta incertidumbre queda ilustrada, en cierta medida, en la amplia gama de estimaciones derivadas de las cuatro medidas presentadas anteriormente. No obstante, la imagen general que transmiten estas medidas y, en particular, la obtenida a partir de un análisis monetario

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

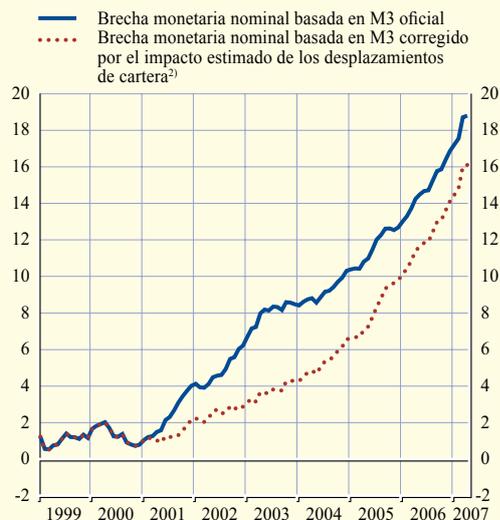
(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



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.

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



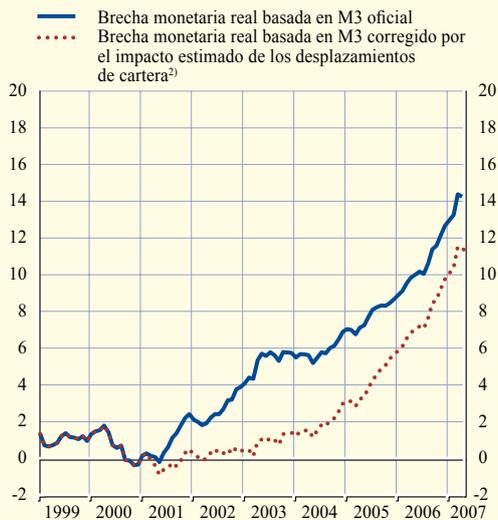
Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

amplio orientado hacia la identificación del crecimiento subyacente de M3, apunta a una situación de abundancia de liquidez en la zona del euro. Un intenso crecimiento monetario y crediticio en un contexto de liquidez holgada entraña riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el cuarto trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros prácticamente no registró variaciones, ocultando una evolución divergente de los distintos instrumentos y sectores. Los datos más recientes sobre inversores institucionales apuntan a un crecimiento de los activos de los fondos de inversión sin modificaciones, en general, y a un crecimiento algo más reducido de la inversión por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones en el último trimestre del 2006.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre del 2006 (el más reciente para el que se dispone de datos de las nuevas cuentas trimestrales integradas por sectores de la zona del euro, que sustituyen a las estadísticas disponibles anteriormente sobre financiación e inversión financiera), la tasa de crecimiento interanual de la inver-

Cuadro 2 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
		III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Inversión financiera	100	4,2	3,9	4,0	3,8	4,0	4,5	4,6	4,7	4,8	4,7
Efectivo y depósitos	22	5,6	5,6	5,6	5,7	5,5	6,4	6,4	6,4	7,1	6,8
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	0,7	2,0	2,9	2,0	1,4	1,0	3,5	4,2	6,4	8,5
<i>De los cuales:</i> a corto plazo	0	3,8	3,2	-6,7	-10,2	-3,8	-11,7	13,5	13,8	22,4	40,1
<i>De los cuales:</i> a largo plazo	6	0,4	1,9	3,9	3,4	1,9	2,1	2,7	3,4	5,1	6,3
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	33	2,4	1,8	2,1	2,0	2,9	2,5	2,2	2,5	1,7	1,9
<i>De las cuales:</i> acciones cotizadas	10	2,7	0,9	0,9	-0,6	-1,3	1,2	-0,6	0,8	1,4	0,2
<i>De las cuales:</i> acciones no cotizadas y otras participaciones	23	2,3	2,2	2,5	3,1	4,5	3,1	3,3	3,1	1,8	2,6
Participaciones en fondos de inversión	7	2,3	1,6	1,7	2,2	3,8	4,6	3,3	2,1	-0,2	-1,1
Reservas técnicas de seguro	15	6,8	7,0	7,0	7,1	7,3	7,6	7,5	7,0	6,6	6,0
Otros ²⁾	16	4,8	4,1	3,9	2,8	2,2	3,8	4,9	5,9	7,4	7,1
M3 ³⁾		6,0	6,6	6,5	7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,4	9,8

Fuente: BCE.

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

2) Otros activos financieros comprende préstamos, derivados financieros y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye, entre otros, el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

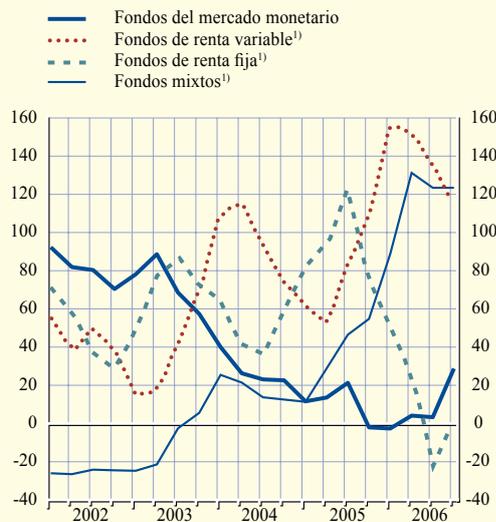
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

sión financiera total de los sectores no financieros de la zona del euro permaneció estable, en general, en el 4,7%, desde el 4,8% del tercer trimestre (véase cuadro 2). Esta trayectoria oculta una evolución divergente de los distintos instrumentos. En el último trimestre del 2006, la inversión en valores distintos de acciones aumentó con más intensidad a todos los plazos de vencimiento, particularmente en lo que respecta a los valores a corto plazo. Sin embargo, estos últimos valores siguieron representando un porcentaje muy reducido del total de activos financieros de los sectores no financieros. La inversión en acciones también se incrementó en el citado trimestre, como consecuencia del mayor crecimiento de las acciones no cotizadas, y ocultó una desaceleración en las acciones cotizadas. No obstante, el mayor crecimiento de estas clases de activos quedó compensado por la menor contribución de la inversión en otros instrumentos, principalmente, productos de seguros y de pensiones, y por una contribución negativa mayor de la inversión en participaciones en fondos de inversión que en el trimestre anterior. En general, el efectivo y los depósitos, y los productos de seguros y de pensiones, las dos clases de activos que suelen estar en lados opuestos del horizonte de inversión, continuaron siendo los que más contribuyeron a la dinámica de la inversión financiera de los sectores no financieros, y conjuntamente aportaron 2,5 puntos porcentuales al aumento interanual del 4,7% observado en el cuarto trimestre del 2006.

El detalle de la inversión financiera total por sectores institucionales, que ahora está disponible en las nuevas cuentas trimestrales integradas por sectores de la zona del euro, indica que las sociedades no financieras y los hogares son los sectores que más contribuyen al crecimiento total de la inversión financiera por parte de los sectores no financieros. En el cuarto trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual prácticamente invariable de la inversión financiera total de los sectores no financieros fue reflejo de una moderación en la contribución a la evolución del crecimiento total de la inversión de las Administraciones Públicas, que se vio compensada por una aportación ligeramente más elevada de las sociedades no financieras y los hogares. Más concretamente, la tasa de crecimiento de la inversión financiera de las sociedades no financieras aumentó hasta el 6,2% en el cuarto trimestre del 2006, mientras que la de los hogares alcanzó el 4,1%.

Gráfico 11 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

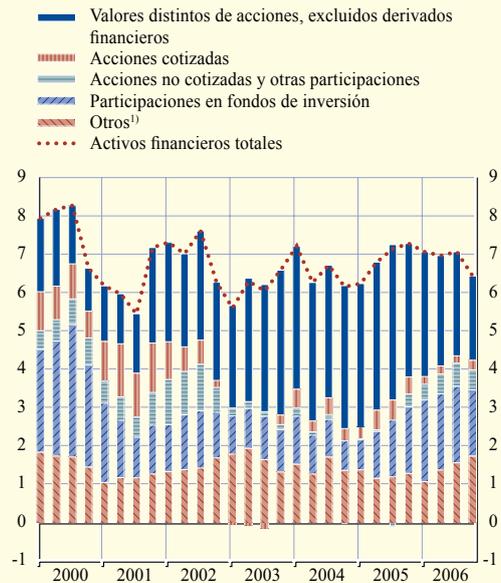
(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.
1) Cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA.

Gráfico 12 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
1) Incluye préstamos, efectivo y depósitos, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

INVERSIONES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) no registró variaciones en el cuarto trimestre del 2006 y se situó en el 15,8%, frente al 15,7% del tercer trimestre. Esta evolución oculta mayores contribuciones de gran parte de los fondos clasificados en función de la política de inversión que, no obstante, quedaron compensadas, en parte, por una caída de la tasa de crecimiento de los activos totales que obran en poder de fondos en la otra categoría de fondos. Si se considera la evolución de la composición de las carteras de los fondos de inversión, la mayor parte del crecimiento interanual del valor de los activos totales continuó estando impulsado por los valores distintos de acciones, por las acciones y participaciones, y por las tenencias de participaciones en fondos de inversión, que volvieron a aumentar su contribución al crecimiento total. No obstante, las variaciones en el valor de los activos incorporan también el impacto de los efectos de valoración causados por la trayectoria de los precios de los activos y, por tanto, puede que no ofrezcan una imagen completa del comportamiento de la inversión. A este respecto, los datos facilitados por EFAMA¹ muestran que, en el cuarto trimestre del 2006, los flujos netos anuales hacia los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) prácticamente no se modificaron con respecto al trimestre precedente. Esto oculta el retorno a niveles positivos, aunque moderados, de las entradas en los fondos de renta fija, mientras que las entradas en los fondos de renta variable continuaron cayendo, a pesar de que se mantuvieron elevadas (véase gráfico 11). Aun-

1 La Federación europea de fondos y sociedades de inversión (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

que las entradas netas anuales en los fondos mixtos² no cambiaron sustancialmente en el cuarto trimestre del 2006, fueron superiores a las entradas netas registradas en las demás categorías de fondos de inversión. En el recuadro 2, titulado «Inversión en fondos mixtos: naturaleza y motivaciones» se analizan algunos aspectos relativos a los posibles determinantes de esta evolución.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro descendió hasta el 6,4% en el cuarto trimestre del 2006, desde el 7,1% del trimestre precedente (véase gráfico 12). Esta evolución es consecuencia de la menor contribución de los dos componentes más importantes, los valores distintos de acciones y las participaciones en fondos de inversión, que compensaron con creces la mayor aportación de las tenencias de efectivo y depósitos. El impacto de la inversión en acciones cotizadas y no cotizadas sobre la evolución de la inversión financiera en su conjunto fue relativamente reducido, prácticamente invariable, y el de la inversión en acciones no cotizadas fue particularmente moderado.

2 La terminología que realmente se utiliza en las estadísticas proporcionadas por EFAMA para los fondos que invierten en valores de renta variable y de renta fija (que en las estadísticas de fondos de inversión del BCE se clasifican como «fondos mixtos») es fondos «equilibrados».

Recuadro 2

INVERSIÓN EN FONDOS MIXTOS: NATURALEZA Y MOTIVACIONES

Los fondos de inversión suelen clasificarse con arreglo a su política de inversión, es decir, a las categorías de activos en las que principalmente invierten¹. Ciertos fondos siguen una estrategia de inversión «pura», con carteras en las que predomina una única categoría de activos, como renta variable, renta fija o activos inmobiliarios². La gama existente de fondos de inversión también incluye fondos que diversifican sus carteras en múltiples categorías de activos, denominados fondos mixtos, equilibrados o diversificados. La clasificación con arreglo a la política de inversión permite a los analistas identificar el efecto de la evolución relativa de los rendimientos efectivos y esperados de los distintos activos sobre la decisión de los inversores de incluir en sus carteras los diversos tipos de fondos de inversión existentes. Como se señala en el texto principal, los fondos mixtos han atraído recientemente mayores volúmenes de capital inversión que los fondos de renta fija o los fondos de renta variable. En este marco, el presente recuadro examina los factores que podrían explicar la creciente importancia de la inversión en fondos mixtos durante los últimos trimestres. Debe señalarse que el análisis realizado se fundamenta en datos cuya armonización no es completa en la zona del euro. En concreto, ante la ausencia de definiciones homogéneas para el conjunto de la zona, la clasificación con arreglo a la política de inversión se rige por las normas nacionales.

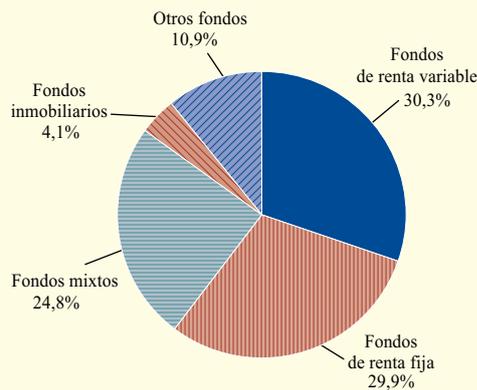
En términos de activos totales, los fondos de renta variable y de renta fija dominan el panorama de los fondos de inversión de la zona del euro, con una cuota de mercado conjunta del 60% en el cuarto trimestre del 2006, dividida a partes iguales entre los dos tipos de fondos (véase gráfico A). Les siguen en importancia los fondos mixtos, con unos activos que contabilizan aproximadamente un 25%

1 Otras posibles clasificaciones diferencian los fondos de inversión con arreglo, por ejemplo, a su estructura jurídica; a si su capital es fijo o variable; o a si acumulan o distribuyen sus beneficios.

2 Los fondos del mercado monetario, otro importante tipo de fondos, invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario y en renta fija a corto plazo. Asimismo, la innovación financiera, la globalización y la mayor sofisticación de los mercados financieros así como la búsqueda de mayores rendimientos en un contexto de tipos de interés reducidos, han dado lugar a la aparición de tipos de fondos alternativos, especializados en la inversión en, por ejemplo, productos básicos o participaciones en otros fondos [incluidos los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y los fondos de capital riesgo].

Gráfico A Activos totales de los fondos de inversión detallados por política de inversión

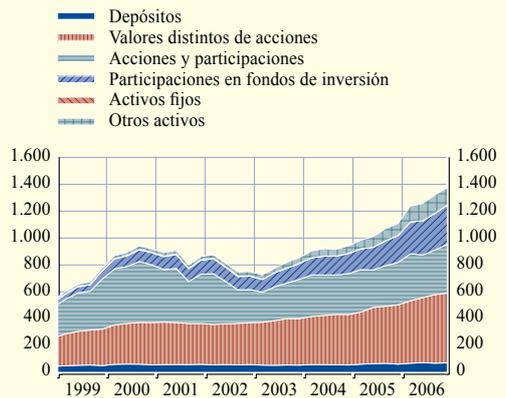
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
Nota: Los datos se refieren al cuarto trimestre del año 2006, y excluyen los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector IFM.

Gráfico B Activos de los fondos mixtos

(mm de euros)



Fuente: BCE.

del total. No obstante, debe tenerse en cuenta que el tamaño de las carteras de los fondos no sólo se ve afectado por los flujos netos de inversión atraídos, sino también por los efectos de valoración derivados de la evolución de los precios de los activos. Este hecho es especialmente notorio en el caso de los fondos de renta variable y de renta fija, al verse muy afectado su tamaño relativo por la evolución de los precios de las acciones y del rendimiento de los bonos. Por el contrario, los efectos de valoración son más moderados en el caso de los fondos mixtos, dada la composición diversificada de sus carteras. En consecuencia, el efecto de valoración relativamente más modesto de los fondos mixtos frente al de los fondos de renta variable atenuó el impacto —en términos de tamaño relativo— de los elevados flujos netos de entrada en los fondos mixtos de los últimos trimestres. Como resultado, la proporción que representan los activos de los fondos mixtos sobre los activos totales de los fondos de inversión ha permanecido básicamente estable.

La explicación de los flujos de entrada en los fondos de renta variable y de renta fija suele ser más sencilla, ya que la demanda de los fondos de renta variable tiende a moverse en consonancia con las cotizaciones bursátiles y las entradas en los fondos de renta fija suelen estar relacionadas con la evolución del rendimiento de los bonos. Con todo, el aumento de la incertidumbre, que ocasionalmente culmina en episodios de turbulencia en los mercados, puede difuminar esas relaciones a través, por ejemplo, de unos mayores flujos de entrada en los fondos de renta fija conforme los inversores se desplazan hacia activos más seguros. En cualquier caso, los flujos hacia estos tipos de fondos tienden a moverse en dirección contraria³. Como los fondos mixtos pueden integrar estrategias de inversión muy diversas, los flujos netos de entrada en esta categoría de fondos podrían obedecer a todo un conjunto de motivaciones heterogéneas. En principio, las carteras de fondos mixtos —merced a la diversificada presencia de las diferentes categorías de activos— permiten a los inversores tomar posiciones en los mercados bursátiles, aunque el atractivo de su perfil de riesgo/rentabilidad resulte inferior, en general, al de los fondos de renta variable. En la actual situación, con unas cotizaciones bursátiles cercanas a sus máximos históricos y unos mercados de renta

3 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en los fondos de renta fija y de renta variable de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

fija afectados por la incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés, los inversores encuentran cada vez más atractivas las estrategias de inversión que proponen los fondos mixtos. Aunque los propios inversores —sobre todo, los institucionales— podrían replicar sin duda los perfiles de riesgo/rentabilidad de los fondos mixtos mediante la inversión directa en, por ejemplo, fondos de renta variable y fondos de renta fija, ello exigiría un continuo proceso de reasignación activa de sus carteras a fin de mantener el perfil requerido, con el consiguiente aumento de los costes de transacción y de información.

Con el fin de obtener conclusiones definitivas sobre los factores determinantes del aumento de los flujos netos de entrada en los fondos mixtos durante los últimos trimestres, resultaría conveniente aislar los efectos de valoración, puesto que ello permitiría extraer información de los flujos de inversión neta e, idealmente, tener acceso a información sobre el origen de estos flujos. Los datos oficiales disponibles adolecen, sin embargo, de muchas limitaciones, aunque se trabaja en la corrección de estas deficiencias. Pese a ello, del examen de la composición de las carteras de fondos mixtos y de su evolución a lo largo del tiempo cabe extraer importantes conclusiones. Una característica reseñable de las carteras de fondos mixtos en los últimos años ha sido la tendencia creciente a la toma de posiciones en participaciones de otros fondos (véase gráfico B). El tamaño de las posiciones de los fondos mixtos en otros fondos ha crecido de forma continua, desde un 6% de los activos totales en el cuarto trimestre de 1998 hasta un 21% en el cuarto trimestre del 2006. Aunque el creciente peso de las participaciones en otros fondos dentro de las carteras de los fondos de inversión es una tendencia observada también en otros tipos de fondos, resulta mucho más evidente en el caso de los fondos mixtos. Al mismo tiempo, si bien las posiciones en acciones y otras participaciones dentro de las carteras de los fondos mixtos se han recuperado ligeramente desde los niveles ciertamente reducidos registrados tras el estallido de la burbuja tecnológica, aún se encuentran muy por debajo de las cotas máximas previas a ese estallido. En cierta medida, esta evolución refleja decisiones de inversión activa y no sólo efectos de valoración, ya que a finales del 2006 las cotizaciones bursátiles habían logrado recuperar gran parte del terreno perdido.

Contempladas en su conjunto, estas tendencias sugieren un posible proceso de sustitución en las carteras de los fondos mixtos desde tenencias directas en renta variable por participaciones en otros fondos, algunas de los cuales podrían, a su vez, invertir en los mercados bursátiles. Esta externalización parcial de la gestión de los activos de los fondos mixtos probablemente refleja la sofisticación creciente de las estrategias de inversión adoptadas y de los instrumentos financieros utilizados, así como la ampliación del perímetro inversor de algunos de estos fondos deseosos de diversificar sus carteras y elevar su rentabilidad. El creciente peso de las participaciones en fondos de inversión dentro de las carteras de los fondos mixtos podría asimismo reflejar un aumento de las posiciones en fondos directamente inaccesibles para los pequeños inversores, como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y los fondos de capital riesgo, así como la aparición de fondos especializados en estos vehículos de inversión («fondos de fondos de inversión libre»), clasificados en ocasiones como fondos mixtos.

En conjunto, el mayor dinamismo de los flujos de entrada en los fondos mixtos respecto a otros fondos de inversión durante el 2006 podría reflejar la peculiar estructura de asignación de activos de dicha categoría de fondos, que permite ofrecer a los inversores la oportunidad de tomar posiciones en renta variable con un moderado perfil de riesgo/rentabilidad, así como invertir en una variada gama de fondos de inversión, incluidos algunos tipos —como los fondos de inversión libre— que, en caso contrario, serían inaccesibles para los pequeños inversores.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Entre principios de marzo y comienzos de junio del 2007, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron a todos los plazos. Como las subidas a los plazos más largos superaron las registradas a plazos más cortos, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación durante el período considerado.

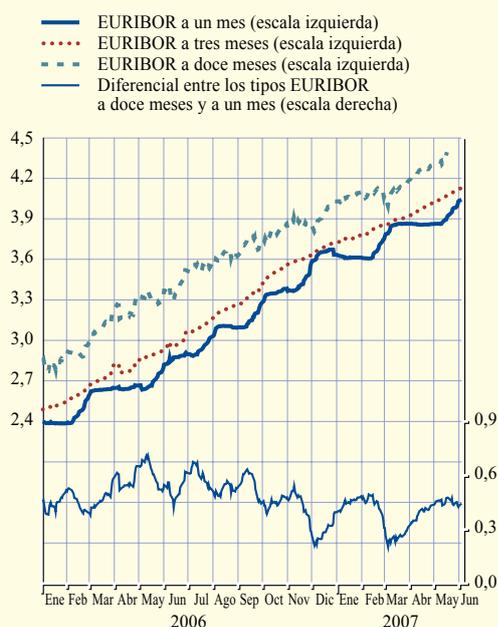
Entre principios de marzo y comienzos de junio del 2007, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron. En marzo, los aumentos más pronunciados correspondieron a los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario, reflejando las crecientes expectativas del mercado de nuevas subidas de los tipos de interés oficiales del BCE este año. Hasta el 11 de mayo, el tipo a un mes permaneció constante, pero posteriormente comenzó a elevarse, como resultado de las mayores expectativas del mercado de un aumento de los tipos de interés oficiales del BCE el 6 de junio. El 5 de junio, los tipos de interés a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 4,05%, el 4,13%, el 4,26% y el 4,49%, respectivamente, esto es 28, 27, 30 y 41 puntos básicos por encima de los niveles observados a principios de marzo del 2007.

Como consecuencia de esta evolución, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación a un ritmo constante entre marzo y mayo del 2007. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 44 puntos básicos el 5 de junio de 2007, frente a 31 puntos básicos el 1 de marzo (véase gráfico 13).

El ajuste al alza de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de la evolución de los tipos de interés a corto plazo en el 2007 y el 2008 también quedó reflejado en los tipos de interés implícitos

Gráfico 13 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 14 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

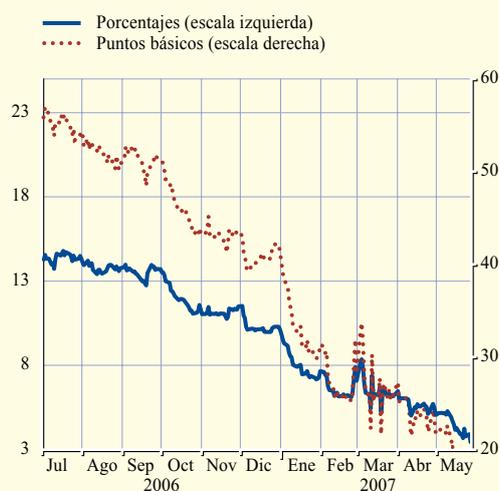
en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2007 y marzo del 2008, que el 5 de junio de 2007 se situaban en el 4,16%, el 4,37%, el 4,56% y el 4,64%, respectivamente, esto es, 16, 34, 54 y 66 puntos básicos por encima de los niveles correspondientes a principios de marzo del 2007 (véase gráfico 14).

En cuanto a los indicadores de la incertidumbre en torno a la evolución del mercado monetario, la volatilidad implícita derivada de las opciones de los futuros del EURIBOR a tres meses disminuyó de nuevo entre marzo y junio, y los niveles observados a principios de junio del 2007 eran reducidos en términos históricos, y algo más bajos que los observados a principios de marzo (véase gráfico 15).

En marzo del 2007, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se incrementaron, como consecuencia de la decisión del 8 de marzo de subir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 16). Durante la mayor parte del período comprendido entre principios de marzo y comienzos de junio del 2007, los tipos del mercado monetario se mantuvieron relativamente estables, y el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema fue de 6-9 puntos básicos, siendo el valor más frecuente 8 puntos básicos. Se observaron excepciones, principalmente a finales de los períodos de mantenimiento de reservas. Por ejemplo, la insuficiencia de pujas en la operación de ajuste realizada el último día del período de mantenimiento de abril dio lugar a un sustancial recurso a la facilidad de depósito, y el EONIA cayó hasta el 3,39%. Con el fin de seguir favoreciendo una situación holgada de liquidez en el mercado monetario, en los tres últimos meses, el BCE ha seguido una política consistente en adjudicar un importe ligeramente superior a la adjudicación de referencia en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Desde el 14 de marzo de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado han fluctuado en unas bandas estrechas (para más información sobre los tipos de

Gráfico 15 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2007

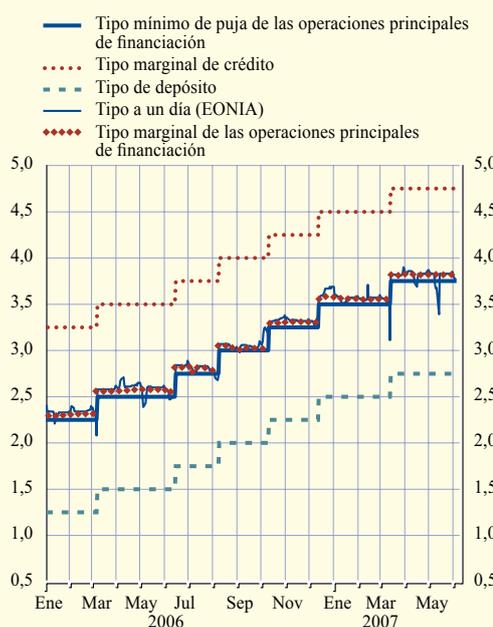
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 16 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

interés a corto plazo y sobre la situación de liquidez en los tres períodos de mantenimiento más recientes, véase el recuadro 3).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 28 de marzo de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 3,87%. En la operación ejecutada el 26 de abril de 2007, estos tipos eran del 3,96% y el 3,97%, respectivamente. En la operación ejecutada el 30 de mayo, alcanzaron el 4,06% y el 4,07%, respectivamente. Los tipos marginales de las tres operaciones fueron 4, 5 y 5 puntos básicos inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esas fechas.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE FEBRERO Y EL 14 DE MAYO DE 2007

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 13 de marzo, el 17 de abril y el 14 de mayo de 2007.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período analizado, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito se redujeron ligeramente (en unos 6,8 mm de euros), debido, principalmente, a un descenso de 14,4 mm de euros en el nivel de los factores autónomos. Este descenso se compensó, en parte, con un incremento de 7,2 mm de euros en las exigencias de reservas, que ascendieron, en promedio, a 181,3 mm de euros. En conjunto, la contribución de los factores autónomos al déficit de liquidez del Eurosistema en el período de referencia fue, en promedio, de 244,8 mm de euros.

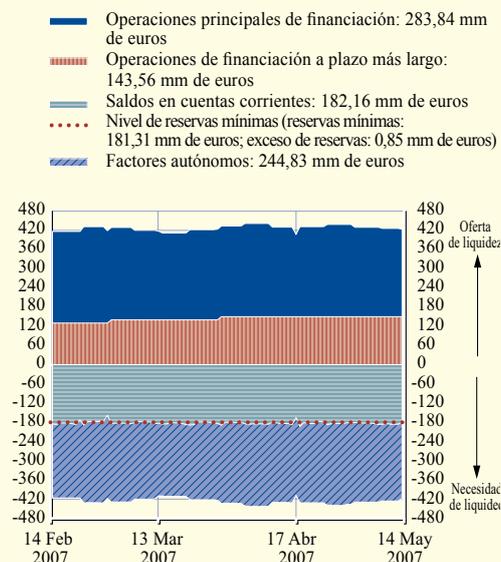
Durante este período, la media diaria del exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas) fue relativamente alta. Su contribución al déficit de liquidez del Eurosistema fue de 0,80 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 13 de marzo y de 0,79 mm de euros en el que finalizó el 17 de abril. En el período de mantenimiento que finalizó el 14 de mayo se observó un nivel medio ligeramente más elevado, de 0,99 mm de euros, que fue el segundo nivel más alto de exceso de reservas registrado desde marzo del 2004 (véase gráfico B).

Oferta de liquidez y tipos de interés

Como reflejo del moderado descenso de las necesidades de liquidez, el volumen de operaciones de mercado abierto se redujo durante el período de referencia (véase gráfico A). En promedio, la liquidez propor-

Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

cionada a través de las operaciones principales de financiación (OPF) ascendió a 283,8 mm de euros. La proporción entre las pujas presentadas por las entidades de contrapartida y las pujas aceptadas (ratio de cobertura de las pujas) varió entre 1,28 y 1,41, situándose la media del período en 1,34.

La liquidez proporcionada a través de operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) siguió aumentando durante el período analizado, pasando de 130 mm de euros a 150 mm de euros, tras la decisión del Consejo de Gobierno de elevar el importe adjudicado de cada OFPML de 40 mm a 50 mm de euros.

Período de mantenimiento que finalizó el 13 de marzo

El BCE adjudicó 1 mm de euros por encima del importe de referencia en las cuatro OPF del período de mantenimiento de reservas. El diferencial medio entre el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) y el tipo mínimo de puja de las OPF fue de 4 puntos básicos, nivel ligeramente inferior a la media histórica. Durante las dos primeras semanas del período, el tipo marginal y el tipo medio ponderado de las OPF se situaron en el 3,55% y el 3,56%, respectivamente, mientras que el EONIA se mantuvo estable en el 3,57%. En la tercera subasta, tanto el tipo marginal como el tipo medio ponderado de las OPF se situaron en el 3,56%. El EONIA experimentó un ligero descenso, hasta el 3,56%, el 27 de febrero, para ascender hasta el 3,60% al día siguiente, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes. El 1 de marzo retrocedió hasta el 3,57% y volvió a descender hasta el 3,56% el 5 de marzo. Tras la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento de reservas, el EONIA se redujo nuevamente para situarse en el 3,52% en el penúltimo día del período. El último día, el BCE trató de absorber un excedente de liquidez esperado de 10,5 mm de euros a través de una operación de ajuste. No obstante, la operación sólo atrajo solicitudes por importe de 2,3 mm de euros, y el exceso de liquidez del último día del período de mantenimiento de reservas presionó a la baja sobre el tipo de interés a un día. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 7,3 mm de euros y con el EONIA en el 3,11%. El diferencial negativo del EONIA con respecto al tipo mínimo de puja de las OPF registrado el último día del período fue de 39 puntos básicos.

Período de mantenimiento que finalizó el 17 de abril

El 8 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió elevar los tipos de interés oficiales del BCE (el tipo mínimo de puja y los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito) en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%, el 2,75% y el 4,75%, respectivamente. El aumento se hizo efectivo el 14 de marzo, primer día del período de mantenimiento siguiente.

La política de adjudicar 1 mm de euros por encima del importe de referencia se aplicó en las cinco OPF de este período de mantenimiento de reservas. El diferencial medio entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las OPF correspondiente a todo el período de mantenimiento fue de 7 puntos básicos. En las dos primeras semanas del período, el tipo medio ponderado de las OPF se situó en el 3,81%, mientras que el tipo marginal

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

1) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas.

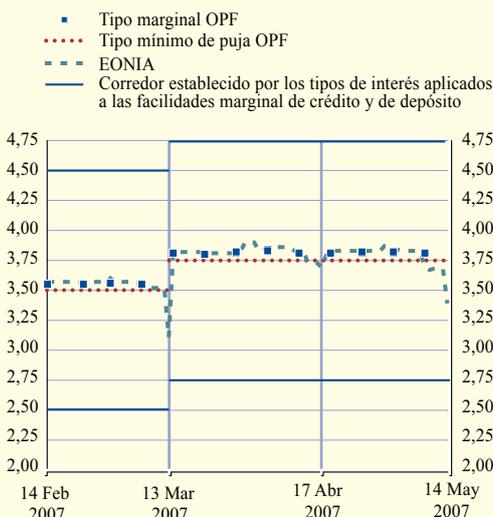
bajó desde el 3,81% en la primera operación hasta el 3,80% en la segunda. El EONIA se mantuvo estable en el 3,82% durante la primera semana y se redujo 1 punto básico en la segunda. En las dos OPF siguientes, el tipo medio ponderado se incrementó hasta el 3,83%, y el tipo marginal ascendió hasta este nivel en la OPF que abarcó el período de vacaciones de Semana Santa. En la última OPF del período de mantenimiento de reservas, se produjo un descenso del tipo marginal y del tipo medio ponderado, que se situaron en el 3,82% y el 3,83%, respectivamente. El EONIA alcanzó un máximo del 3,90% el 30 de marzo, último día hábil del trimestre. El 2 de abril volvió a situarse en el 3,83%, pero experimentó un aumento transitorio hasta el 3,86% el 5 de abril, antes del fin de semana de Pascua. En los días siguientes a la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento de reserva, la situación de liquidez era holgada. El EONIA se redujo hasta el 3,69% el penúltimo día del período. Ese día, el BCE realizó una operación de ajuste para drenar liquidez por importe de 22,5 mm de euros, operación que contó con una fuerte participación de las entidades de crédito (35 entidades de contrapartida presentaron solicitudes por un total de 42,2 mm de euros). El período de mantenimiento de reservas finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 1,1 mm de euros. El diferencial positivo entre el tipo mínimo de puja de las OPF y el EONIA el último día del período fue de 4 puntos básicos.

Período de mantenimiento que finalizó el 14 de mayo

En las cuatro OPF del período de mantenimiento de reservas, el BCE siguió adjudicando 1 mm de euros por encima del importe de referencia. El diferencial medio entre el tipo mínimo de puja de las OPF y el EONIA, correspondiente a todo el período fue de 4 puntos básicos, cifra ligeramente inferior a la media histórica, que no permite apreciar cierta variabilidad del diferencial dentro del período. En la primera semana del período de mantenimiento, el tipo marginal y el tipo medio ponderado de las OPF se situaron en el 3,81% y el 3,82%, respectivamente, y el EONIA se mantuvo estable en el 3,83%, es decir, 8 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. En la segunda y tercera semanas del período, el tipo marginal de las OPF fue del 3,82%, y el tipo medio ponderado del 3,83%, mientras que el EONIA se elevó hasta el 3,87% el 30 de abril, debido al habitual efecto de fin de mes. Los tipos marginal y medio ponderado de la última OPF del período de mantenimiento de reserva se situaron en el 3,81% y el 3,82%, respectivamente, mientras que el EONIA se redujo desde el 3,81% registrado el 8 de mayo hasta el 3,68% en el penúltimo día del período, en un entorno de holgada liquidez. Para absorber el exceso de liquidez en el mercado, el BCE anunció una operación de ajuste por importe de 7,5 mm de euros el 14 de mayo, último día del período de mantenimiento de reservas. Participaron en la subasta siete entidades de contrapartida que presentaron solicitudes por un importe total de 2,5 mm de euros. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 5,5 mm de euros, que puede atribuirse, casi en su totalidad, a la insuficiencia de pujas (5,0 mm de euros) observada en la operación de ajuste. El diferencial negativo entre el EONIA y el tipo mínimo de puja de las OPF el último día fue de 36 puntos básicos.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha aumentado notablemente en los mercados de la zona del euro y de Estados Unidos. El incremento observado en la zona del euro fue consecuencia, principalmente, de la elevación del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo, probable reflejo del mayor optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas y del aumento de las primas de riesgo. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas a largo plazo experimentaron escasos cambios en la zona del euro en el período considerado.

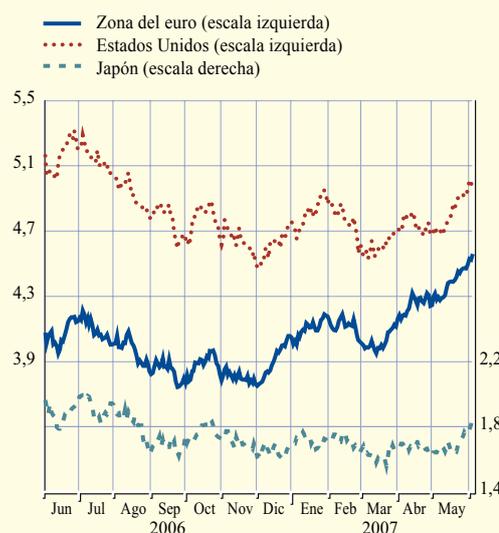
Desde finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha aumentado de forma significativa en la zona del euro y en Estados Unidos. Este ascenso fue resultado, por un lado, de las expectativas más favorables de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas y, por otro, del repunte parcial de las primas de riesgo incorporadas al rendimiento de la deuda pública a largo plazo, tras la perturbación que afectó a los mercados internacionales a finales de febrero y comienzos de marzo. No obstante, pese a ese aumento las primas de riesgo siguen siendo relativamente reducidas. En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se elevó en torno a 55 puntos básicos entre finales de febrero y el 5 de junio de 2007, fecha en que se situó en el 4,6% (véase gráfico 17). Al mismo tiempo, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años se incrementó unos 45 puntos básicos, situándose en el 5,1% al final del período analizado. Aunque, como es habitual, las fluctuaciones diarias de los tipos de interés a largo plazo fueron muy similares en ambas economías, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de las dos áreas se estrechó unos 10 puntos básicos en ese período, hasta situarse alrededor de 50 puntos básicos a principios de junio. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 20 puntos básicos, con lo que se situó en el 1,9% al final del período examinado.

La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo del rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo prácticamente estable en la zona del euro. En efecto, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija experimentó escasas variaciones en la zona entre finales de febrero y comienzos de junio, período durante el cual se situó, en Estados Unidos y Japón, ligeramente por debajo de los niveles registrados a finales de febrero.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo creció notablemente entre finales de febrero y principios de junio del 2007, como resultado, fundamentalmente, de la elevación de los tipos de interés reales, como evidencia la evolución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación. Los mercados de renta fija sufrieron inicialmente los efectos de contagio de la perturbación que afectó a los mercados internacionales de renta variable a finales de febrero y principios de marzo, debido al desplazamiento de fondos hacia activos más seguros, que redujo el rendimiento de la deuda pública. Al disminuir

Gráfico 17 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

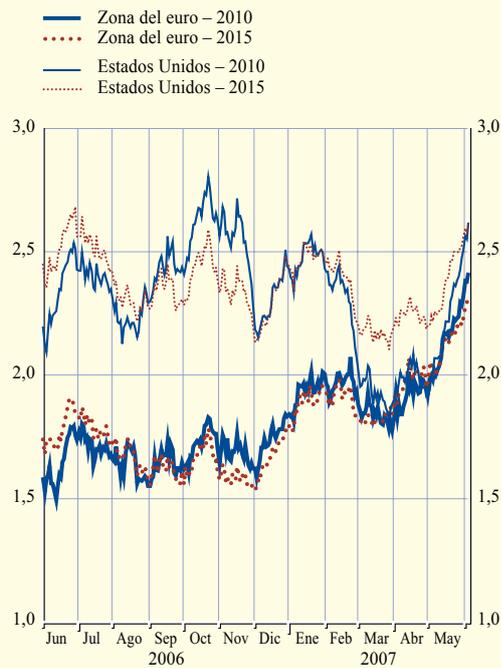


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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 18 Rendimiento real de los bonos

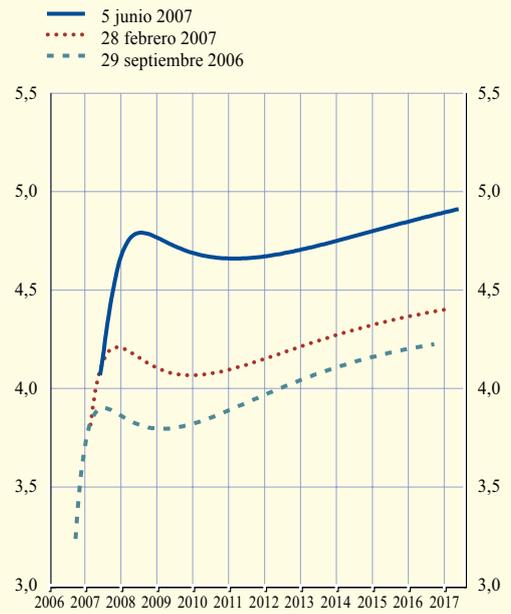
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 19 Tipos de interés forward implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y estimación del BCE.

gradualmente la percepción del riesgo en el transcurso del mes de marzo, el rendimiento de los bonos volvió a aumentar, ante la expectativa de que la perturbación sería de corta duración. Además, los inversores revisaron, en promedio, al alza sus expectativas respecto a la situación de la economía estadounidense, tras la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto, especialmente al final del período considerado. En conjunto, los nuevos datos relativos a la actividad económica ejercieron presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos. El marcado incremento del rendimiento nominal de los bonos estuvo acompañado de un aumento similar del rendimiento real (véase gráfico 18). Por un lado, la elevación del rendimiento real de los bonos reflejó la percepción de perspectivas económicas más favorables por parte de los participantes en el mercado. Probablemente, fue también consecuencia del ligero repunte de las primas de riesgo, tras los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, como la deuda pública, durante el retroceso de los mercados internacionales de renta variable registrado a finales de febrero y comienzos de marzo. Con todo, las primas de riesgo se mantienen en niveles bastante reducidos. El rendimiento de los bonos a largo plazo se vio también favorecido por las expectativas de los mercados, que consideraban posible un endurecimiento de la política monetaria, mientras esperaban un mayor crecimiento económico y un incremento de los riesgos inflacionistas.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó también, tras la perturbación de finales de febrero y principios de marzo. Esta elevación se debió no sólo a la moderación de la aversión al riesgo de los inversores, sino también a la confirmación del fuerte crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre del 2007 y a la publicación de datos favorables procedentes de las encuestas de opinión. El incremento de unos 50 puntos básicos del rendimiento de los bonos iniciados con la inflación, registrado en los tres últimos meses en todos los plazos más largos, concuerda con la percepción de

que los inversores están anticipando un crecimiento económico más vigoroso en la zona del euro (véase gráfico 18). En línea con estas expectativas de crecimiento, el mercado de renta fija privada se ha mostrado también bastante optimista. Desde finales de febrero del 2007, los diferenciales de renta fija privada de menor calidad y mayor riesgo se han estrechado más, en unos 45 puntos básicos, reflejo de las favorables perspectivas económicas de las empresas de la zona del euro y de la mayor tolerancia al riesgo de los inversores, en una situación de liquidez abundante.

Dado que, en los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a corto y medio plazo creció algo menos que el de la deuda pública a largo plazo, ha aumentado la pendiente de la curva de rendimientos de la zona del euro, medida por la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el tipo de interés a tres meses, que se ha ampliado, desde los 15 puntos básicos registrados al inicio del período analizado hasta los 45 puntos básicos observados el 5 de junio.

En el conjunto del período examinado, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza similar en todos los plazos (véase gráfico 19). Aunque ello pareció reflejar un ligero cambio en las expectativas de los inversores respecto a la trayectoria de los tipos de interés oficiales del BCE en los plazos cortos a medios, el desplazamiento al alza en los plazos más largos de la curva de rendimientos refleja probablemente también un incremento más pronunciado de las primas de riesgo.

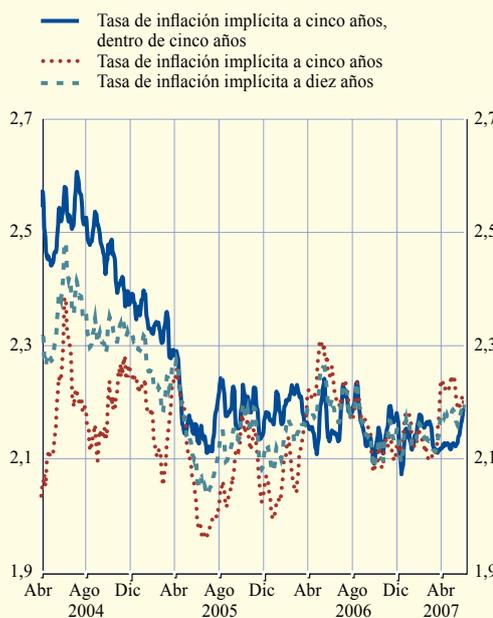
La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las correspondientes primas de riesgo, permaneció en general estable en el período considerado, situándose en el 2,2% a comienzos de junio (véase gráfico 20). Al mismo tiempo, el moderado aumento, de unos 10 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita a cinco años podría ser reflejo de crecientes presiones salariales y de la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre el mes de marzo y los primeros días de junio, las cotizaciones bursátiles subieron de forma significativa en la zona del euro y en Estados Unidos, pese al acusado aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Estas subidas se produjeron en un contexto caracterizado por un crecimiento de los beneficios empresariales superior al esperado, un elevado número de fusiones y adquisiciones y una mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores tras la perturbación que afectó a los mercados a finales de febrero. Después de que se acrecentara notablemente la incertidumbre de los mercados internacionales de renta variable a principios del período analizado, la volatilidad implícita de los principales mercados descendió, hasta situarse ligeramente por encima de los niveles muy moderados registrados antes de la perturbación.

Gráfico 20 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

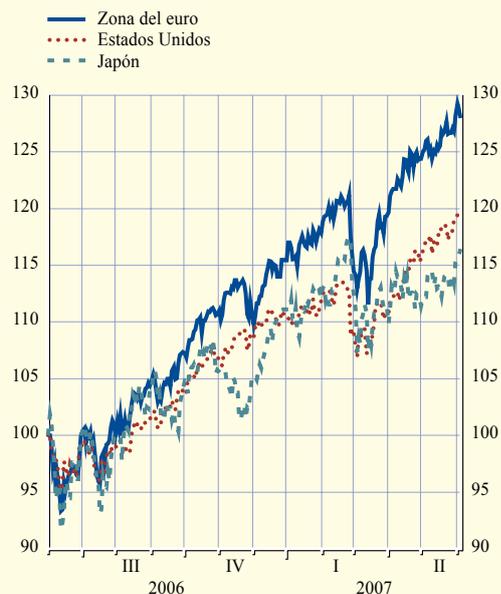
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Índices bursátiles

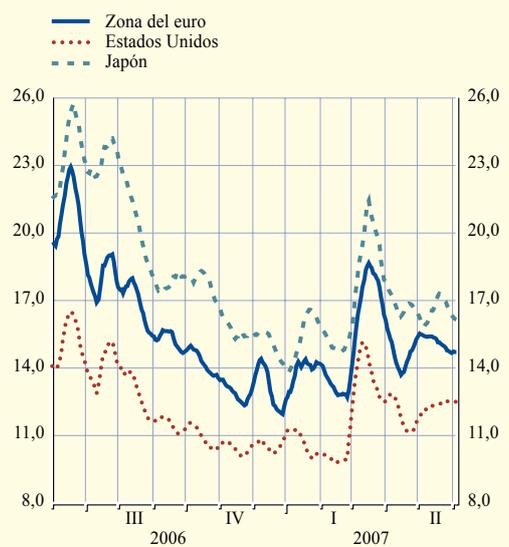
(índice: 1 junio 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

En los tres últimos meses, los precios de las acciones han experimentado una fuerte subida en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 21). En efecto, entre finales de febrero y el 5 de junio 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 un 10% y un 9%, respectivamente, con lo que, en ambas áreas, los precios de las acciones alcanzaron, a comienzos de junio, niveles iguales o muy cercanos a los máximos observados al inicio del 2000. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 3% en el período examinado.

Tras crecer sensiblemente en los principales mercados durante la perturbación registrada a finales de febrero y primeros de marzo, la incertidumbre de los mercados de renta variable a corto plazo, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo posteriormente, hasta situarse, al final del período considerado, ligeramente por encima de los niveles muy moderados observados antes de la perturbación (véase gráfico 22). Esta evolución, unida al hecho de que los diferenciales de renta fija privada entre el rendimiento de los valores de alta rentabilidad y el los valores con una calificación BBB registraron a principios de junio niveles inferiores a los alcanzados a finales de febrero, parecería indicar que, tras la turbulencia observada a finales de febrero, volvió a aumentar la tolerancia al riesgo de los inversores, tal y como señalan varios indicadores del sector privado. En este contexto, es probable que las primas de riesgo de las acciones hayan disminuido en los últimos meses, contribuyendo así al alza de las cotizaciones bursátiles.

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles han subido en los tres últimos meses, tras la presión vendedora observada de forma generalizada a finales de febrero y comienzos de marzo. A esta pujanza

contribuyó el hecho de que las empresas estadounidenses tendieron, en general, a revisar al alza su estimación de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses, y también influyó favorablemente la actitud más confiada de los inversores respecto al riesgo. Los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 aumentaron un 13% en los doce meses transcurridos hasta mayo, mes en el que las expectativas de los analistas siguieron siendo altas, ya que situaban la tasa de crecimiento de los beneficios por acción en un 9%, a corto plazo, y un 12%, a largo plazo (véase gráfico 23). En conjunto, el mercado bursátil estadounidense ha registrado buenos resultados en los tres últimos meses, pese al aumento del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo, que actúa como factor de descuento en la valoración de las acciones. El índice Standard & Poor's 500 alcanzó un máximo histórico a primeros de junio.

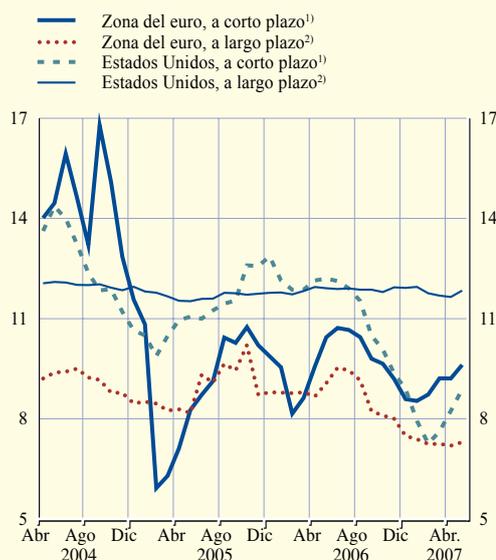
En la zona del euro también, pese al acusado aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, en los tres últimos meses las cotizaciones bursátiles han experimentado una fuerte subida, favorecida por el elevado crecimiento, efectivo y esperado, de los beneficios empresariales, las numerosas fusiones y adquisiciones, el auge de las operaciones de capital inversión (véase recuadro 5) y la mayor tolerancia al riesgo de los inversores.

La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 18% en mayo, ligeramente por encima del nivel de febrero. Este vigoroso crecimiento superó probablemente las expectativas de los inversores, contribuyendo así al aumento generalizado de los precios de las acciones en el período examinado. Al mismo tiempo, los analistas elevaron ligeramente sus expectativas de crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses, desde el 9% de febrero al 10% de mayo. Las mejores expectativas de los analistas respecto al crecimiento de los beneficios a corto plazo parecen estar en línea con las perspectivas más optimistas de los participantes en el mercado en torno a la actividad económica de la zona del euro. Las expectativas de los analistas acerca del crecimiento de los beneficios a más largo plazo, es decir, en los próximos tres a cinco años, se han mantenido prácticamente estables, en torno al 7%, en los tres últimos meses. El informe sobre mercados financieros, publicado por ZEW en junio y basado en una encuesta realizada entre finales de abril y mediados de mayo entre 350 expertos financieros de entidades de crédito, empresas de seguros y grandes empresas industriales, sugiere que los inversores siguen prefiriendo las acciones de la zona del euro a las de Estados Unidos.

Por lo que se refiere a la evolución por sectores de los índices bursátiles de la zona del euro, las cotizaciones subieron en todos los sectores económicos en el período considerado (véase cuadro 3). Entre los sectores del índice Dow Jones EURO STOXX amplio que registraron malos resultados en los tres últimos meses figuran las telecomunicaciones y las sociedades financieras. En las telecomunicaciones se

Gráfico 23 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.
1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios a doce meses vista (tasas de crecimiento interanual).
2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios de tres a cinco años vista (tasas de crecimiento interanual).

Cuadro 3 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(variación de los precios en porcentaje de los precios a fin de período)

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas y electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	6,6	6,3	11,6	6,3	33,8	3,0	12,0	4,9	6,0	9,4	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2006 I	11,5	5,6	11,3	2,7	12,5	11,3	14,8	11,2	-0,1	12,9	10,3
2006 II	-1,2	-3,0	-7,5	-3,9	-7,1	-2,1	-5,4	-9,7	-5,8	-2,4	-5,6
2006 III	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
2006 IV	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
2007 I	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
Abril	2,7	2,6	4,0	1,9	5,0	3,3	4,9	6,0	4,4	3,9	4,2
Mayo	5,4	1,2	3,9	5,1	0,1	5,3	6,0	4,6	2,1	6,8	3,0
28 febrero - 5 junio	18,0	7,9	14,8	11,8	5,8	8,8	15,8	13,1	4,1	15,2	10,4

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

está librando una fuerte competencia en términos de precios, que ha erosionado, en parte, la estabilidad que han venido mostrando los flujos de caja en ese sector. En las sociedades financieras, los malos resultados pueden atribuirse, en alguna medida, al hecho de que la curva de rendimientos de la zona del euro ha sido relativamente plana en los últimos meses, lo que supone la existencia de ciertas presiones sobre los márgenes de intermediación de las entidades de crédito, dado que los bancos suelen financiar los activos a largo plazo (préstamos) con pasivos a corto plazo (depósitos). Los resultados de los sectores de materias primas e industria pueden reflejar, en parte, los elevados, y crecientes, niveles de precios de las materias primas observados en el período analizado.

2.6 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron siendo favorables en el primer trimestre del 2007. Este sector continuó recurriendo a la financiación mediante deuda, aunque se observó un ligero aumento del coste real de la financiación externa, principalmente del de los préstamos concedidos por las IFM. En consecuencia, el endeudamiento en relación con el PIB de este sector se incrementó de nuevo durante el período de referencia.

COSTES DE FINANCIACIÓN

En el primer trimestre del 2007, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus respectivos saldos vivos (corregidos de efectos de valoración)— se mantuvo estable, en general, en niveles reducidos (véase gráfico 24), aunque aumentó ligeramente a finales del período de referencia (en el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005 se presenta una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro). Mientras que el coste real de los préstamos bancarios y de los valores de renta fija continuó incrementándose, el de las acciones cotizadas disminuyó.

Continuando con la tendencia observada en trimestres anteriores, el coste real de la financiación bancaria aumentó de nuevo en el primer trimestre del 2007. Los incrementos registrados en los tipos de inte-

rés aplicados por las entidades de crédito fueron acordes, en líneas generales, con la evolución de los tipos de mercado con períodos similares de fijación del tipo de interés, reflejando con ello la trayectoria reciente de la pendiente de la curva de rendimientos (véase también la sección 2.4). En consecuencia, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y con período inicial de fijación hasta un año se elevaron unos 20 puntos básicos entre diciembre del 2006 y marzo del 2007, una subida casi idéntica a la registrada por los tipos de interés del mercado monetario en ese mismo período (véase cuadro 4). Desde septiembre del 2005, cuando estos tipos comenzaron a aumentar, los tipos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras se han incrementado de 150 a 170 puntos básicos, aproximadamente, reflejando con ello el alza de 175 puntos básicos del tipo a tres meses del mercado monetario correspondiente. En el primer trimestre del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las citadas entidades registraron un ascenso de alrededor de 14 a 22 puntos básicos, mientras que el rendimiento de la deuda pública a cinco años se elevó

Gráfico 24 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)

— Coste total de la financiación
 Tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos
 - - - Tipos de interés reales a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos
 — Coste real de los valores de renta fija
 Coste real de las acciones cotizadas



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta mar 2007 ²⁾		
	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 Feb	2007 Mar	2006 Sep	2006 Dic	2007 Feb
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,30	5,46	5,69	5,80	6,01	6,07	38	27	5
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,23	4,47	4,74	5,08	5,22	5,29	55	21	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,19	4,40	4,59	4,67	4,79	4,81	22	14	2
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,50	3,74	4,02	4,49	4,51	4,67	65	18	16
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,22	4,26	4,48	4,63	4,72	4,85	37	22	13
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,72	2,99	3,34	3,68	3,82	3,89	56	21	7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,22	3,47	3,62	3,79	3,96	3,94	32	15	-1
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,47	3,78	3,70	3,83	4,02	3,95	25	12	-8

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 a partir 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 3, 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) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

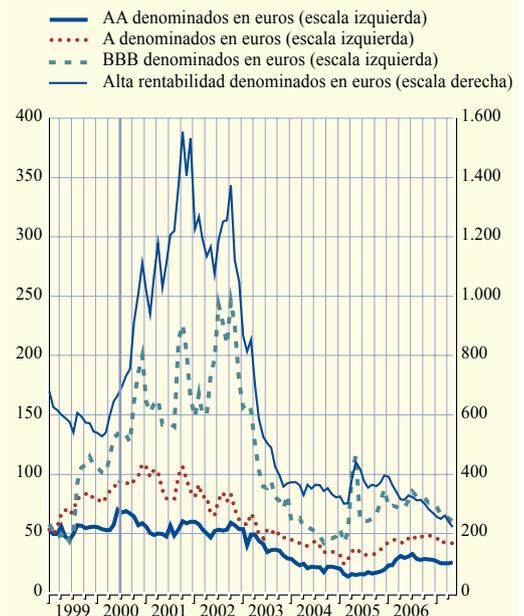
unos 12 puntos básicos. Entre septiembre del 2005 y marzo del 2007, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se incrementaron de 75 a 97 puntos básicos, aproximadamente, en comparación con un aumento de 135 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a cinco años. Los diferenciales de los préstamos a este sector primero se estrecharon y luego se ampliaron ligeramente en el primer trimestre del 2007, finalizando el período de referencia en más o menos el mismo nivel que a finales de diciembre del 2006. Aunque se han observado señales de una transmisión retardada y posiblemente incompleta de los tipos de mercado a los tipos aplicados a los préstamos a plazos más largos, el proceso de transmisión de los tipos de interés bancarios en el actual período de progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria parece ser similar, en líneas generales, al observado en períodos anteriores. La opinión de que las perspectivas relativas al crédito se han modificado ligeramente en los últimos meses queda confirmada por los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007, en la que se señaló que las entidades habían relajado levemente los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito a empresas en el primer trimestre del 2007, en comparación con unos criterios sin variaciones en el trimestre precedente.

De la evolución del coste de la financiación mediante valores de renta fija se desprende unas perspectivas para el crédito igualmente favorables, en general. En conjunto, como consecuencia de los leves aumentos de los tipos de interés a largo plazo sin riesgo, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras se incrementó moderadamente en el primer trimestre del 2007, en comparación con el último trimestre del 2006. Sin embargo, la evolución a corto plazo indica una tendencia descendente en el primer trimestre. Al mismo tiempo, los diferenciales de los valores de renta fija privada se redujeron durante la mayor parte de ese período (véase gráfico 25). En particular, los diferenciales de los bonos con calificación BBB y de alta rentabilidad de la zona del euro continuaron disminuyendo, en un entorno de abundancia de liquidez y de reducidos niveles de insolvencia reales y esperados, a pesar de la perturbación observada en los mercados financieros a finales de febrero. Más recientemente, en abril, el diferencial de los valores de renta fija privada de alto rendimiento se situó en los niveles más bajos observados desde 1999.

El coste real de las acciones para las sociedades no financieras se redujo a principios del primer trimestre del 2007, pero aumentó ligeramente en marzo, hasta situarse en un nivel similar al de finales del cuarto trimestre del 2006. Esta evolución se debe, en gran medida, a las variaciones registradas en las cotizaciones bursátiles en ese período. En consecuencia, aunque el coste real de las acciones continuó siendo sustancialmente más elevado que el de la financiación mediante deuda, la brecha entre ambos disminuyó levemente durante el período de referencia.

Gráfico 25 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

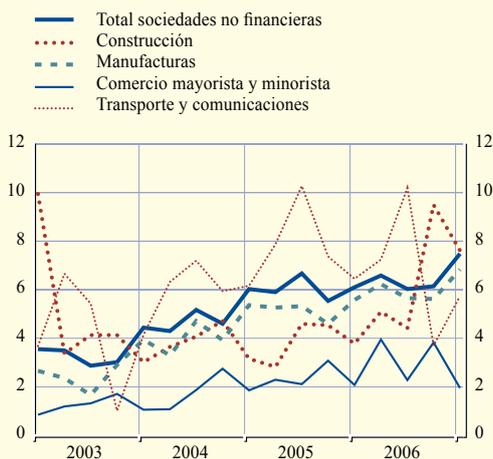
(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Gráfico 26 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

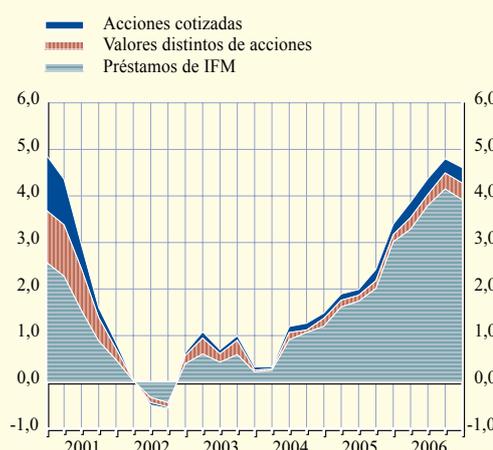
(resultado neto en relación con las ventas netas; datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los datos más recientes corresponden al primer trimestre del 2007.

Gráfico 27 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.
Nota: La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Las empresas siguieron disponiendo de fondos internos en abundancia. La rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro —medida en términos del resultado neto en relación con las ventas netas— aumentó en el primer trimestre del 2007, tras la favorable evolución del 2006 (véase también, el recuadro 4, sobre la información de los estados financieros de las sociedades no financieras cotizadas), según datos de los estados financieros agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Esta mejora general refleja la elevada rentabilidad del sector manufacturero, así como pronunciados aumentos en los sectores de transporte y comunicaciones, mientras que la ratio de beneficios de la construcción se redujo ligeramente con respecto a los altos niveles de finales del 2006. Las ratios de beneficios del sector de comercio mayorista y minorista permanecieron por debajo de la media del sector de sociedades no financieras en su conjunto (véase gráfico 26).

Las medidas de la rentabilidad basadas en los mercados bursátiles, como el crecimiento efectivo y esperado de los beneficios empresariales por acción, indican que se espera que la mejora de la rentabilidad de las grandes empresas cotizadas continúe siendo pronunciada durante los doce próximos meses (véase gráfico 23). Aunque los beneficios efectivos por acción se redujeron levemente en el primer trimestre del 2007 en comparación con el trimestre anterior, se mantuvieron en un nivel alto y se recuperaron en mayo. A largo plazo, se espera que el crecimiento de los beneficios se reduzca ligeramente, lo que puede apuntar a cierta normalización, tras una evolución particularmente robusta en los últimos años.

Además de recurrir a la abundante disponibilidad de fondos internos, las sociedades no financieras continuaron respaldándose con fuerza en la financiación externa en el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 27). No obstante, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de este sector se moderó ligeramente y se situó en el 4,6%, frente al 4,8% del cuarto trimestre del 2006. Esta evolución

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)					
	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	Abril 2007
Préstamos de IFM	10,5	11,3	12,7	13,0	12,4	12,2
Hasta un año	7,7	8,0	10,3	9,5	9,3	8,8
De uno a cinco años	14,9	17,4	20,4	20,8	18,7	18,9
Más de cinco años	10,7	11,4	11,6	12,5	12,0	11,9
Valores distintos de acciones	2,8	4,6	4,4	6,0	6,5	-
A corto plazo	-7,2	-4,3	-3,1	3,9	7,9	-
A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾	4,9	6,5	5,8	6,4	6,2	-
A tipo fijo	0,3	1,5	1,6	3,2	4,3	-
A tipo variable	24,5	30,9	28,0	25,4	20,3	-
Acciones cotizadas	0,7	1,0	1,0	0,8	0,9	-
Pro memoria ²⁾						
Total financiación	5,5	6,4	6,1	6,4	6	-
Préstamos a sociedades no financieras	8,6	10,2	10,7	10,9	11½	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	4,2	4,0	3,9	3,9	3%	-

Fuente: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros. Los préstamos a las sociedades no financieras comprenden los préstamos concedidos por las IFM y otras instituciones financieras. Las tasas correspondientes al último trimestre se han estimado utilizando datos que se recogen en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

estuvo determinada, fundamentalmente, por la moderación observada en la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM, mientras que la contribución de los valores distintos de acciones y de las acciones cotizadas emitidas por las citadas sociedades siguió siendo reducida pero estable.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se moderó levemente y se situó en el 12,4% al final del primer trimestre del 2007 y en el 12,2% en abril (véanse cuadro 5 y recuadro 6). Esto se debió a una ligera moderación del crecimiento interanual de los préstamos y créditos a estas sociedades a todos los plazos de vencimiento. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo de las IFM (a más de cinco años) disminuyó hasta el 11,9% en abril del 2007, mientras que la de los préstamos de uno a cinco años continuó siendo elevada, alcanzando el 18,9% a finales de abril. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo se redujo moderadamente los cuatro primeros meses del 2007, y en abril se situaba en el 8,8%.

Recuadro 4

INFORMACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS COTIZADAS

Este recuadro analiza la información procedente de los estados financieros anuales (cuenta de pérdidas y ganancias y balance de situación) de las sociedades no financieras cotizadas¹. El análisis realizado se centra en la evolución de la rentabilidad y del apalancamiento en el 2006, si bien, cuando resulta oportuno, considera dicha evolución desde una perspectiva a más largo plazo. El presente recuadro se complementa con el análisis de un indicador agregado de los beneficios presentado en el recuadro 7, titulado «Evolución de los beneficios de la zona del euro».

La rentabilidad de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro, calculada como el resultado neto sobre ventas, aumentó nuevamente en el 2006, para situarse en su nivel más alto desde 1985. Pese a la solidez de los beneficios, la ratio de deuda sobre el flujo de caja ascendió ligeramente durante el pasado año, como resultado básicamente de un notable incremento del endeudamiento en el sector de la construcción.

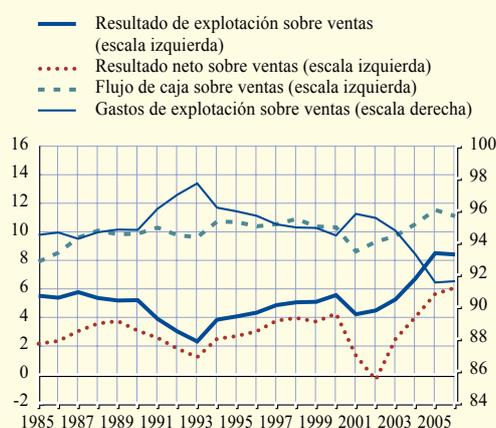
Evolución de la rentabilidad

La evolución de la rentabilidad de las empresas puede medirse a través de diversos indicadores, basados en el resultado de explotación, en el resultado neto o en el flujo de caja de una empresa².

- 1 Se utilizó la base de datos Thomson Financial Datastream, que en la fecha de realización de este análisis contenía información para el 2006 sobre un total aproximado de 1.600 empresas (fundamentalmente grandes empresas, que representaban en torno al 75% de la muestra), para construir la muestra anual de sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Véase una descripción de los datos y de la evolución correspondiente al 2005 en el recuadro 5, titulado «Rentabilidad y evolución del apalancamiento de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro» en el Boletín Mensual de junio del 2006.
- 2 Otro indicador de rentabilidad es el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones (EBITDA, en sus siglas en inglés) sobre ventas. Cuando se realizan comparaciones entre países, el EBITDA puede ser más significativo que el resultado neto, puesto que excluye los efectos de las normativas nacionales sobre impuestos y amortizaciones. Sin embargo, el EBITDA sobre ventas resulta menos significativo en cuanto al volumen de fondos internos generados en una empresa que puede utilizarse con fines de inversión.

Gráfico A Evolución de los beneficios y de los gastos de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

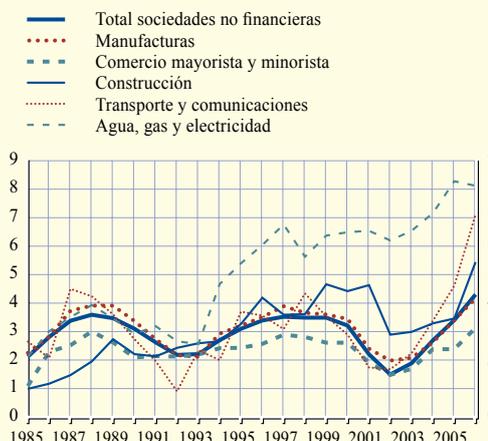
(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Los cálculos se basan en los estados financieros anuales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

Gráfico B Evolución del resultado neto sobre ventas de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro por sectores

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Los cálculos se basan en los estados financieros anuales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Las cifras representan las medianas. Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

Comparado con el resultado de explotación, que se define como las ventas menos los gastos de explotación, el resultado neto incluye el resultado de explotación una vez deducidos del mismo la carga financiera neta, los impuestos, las amortizaciones y los resultados extraordinarios. El flujo de caja se define como el resultado neto antes de amortizaciones.

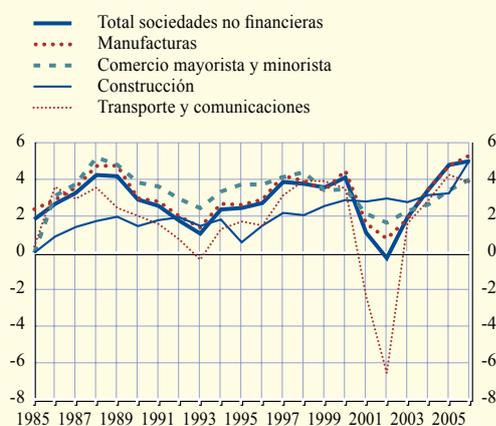
La rentabilidad de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro, medida por el margen de explotación en porcentaje de las ventas, continuó aumentando en el 2006, alcanzando su nivel más alto desde 1985. Este resultado está en consonancia con la información recogida en el recuadro 7. Cabe destacar que este indicador de rentabilidad registró una mejora más leve que en años anteriores. Una evolución similar se observa en un indicador alternativo de la rentabilidad, el resultado de explotación en relación con las ventas (véase gráfico A).

En el 2006, las sociedades no financieras cotizadas estabilizaron sus gastos de explotación sobre ventas en torno al nivel registrado en el 2005 y muy próximo a su mínimo histórico. En relación con la evolución de los costes, la ratio amortizaciones sobre ventas netas de las sociedades no financieras cotizadas se mantuvo durante el 2006 en cotas reducidas, tras una considerable caída desde la ratio máxima alcanzada en el 2001. Esta evolución podría estar relacionada con el hecho de que la tasa de crecimiento de la inversión de las sociedades cotizadas fue inferior a la cifra de ventas de dichas empresas. El mantenimiento de unos reducidos pagos por intereses sobre deuda fue otro factor que propició la evolución positiva de las ratios de coste.

En contraste con el resultado neto sobre ventas, el flujo de caja sobre ventas de las sociedades no financieras cotizadas descendió ligeramente en el 2006 desde su cota máxima alcanzada en el 2005, si bien permaneció en niveles elevados.

Gráfico C Evolución de la rentabilidad sobre activos de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro por sectores

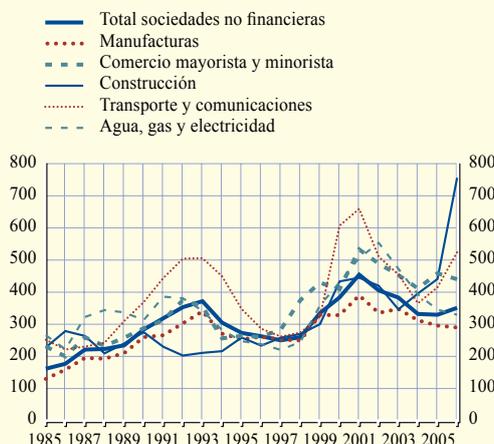
(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Los cálculos se basan en los estados financieros anuales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

Gráfico D Evolución de la deuda sobre flujo de caja de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro por sectores

(en porcentaje)

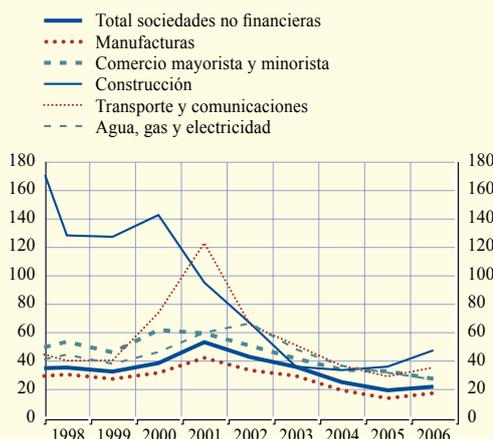


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Los cálculos se basan en los estados financieros anuales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

El análisis de la evolución de la rentabilidad en los distintos sectores permite observar que el resultado neto sobre ventas de las sociedades no financieras cotizadas creció durante el 2006 en los principales sectores económicos de la zona del euro, excepto en el sector de agua, gas y electricidad, que registró un leve descenso desde las cotas extraordinariamente elevadas alcanzadas en años anteriores (véase gráfico B). Además, desde el mínimo registrado en el 2002, la recuperación ha sido particularmente acusada en el sector de transporte y comunicaciones y en la construcción. Si bien la rentabilidad de las sociedades no financieras cotizadas del sector manufacturero mantuvo en el 2006 una evolución prácticamente en línea con la media de la zona del euro, en el sector del comercio mayorista y minorista continuó siendo algo inferior, pese al significativo incremento registrado a partir del 2001.

Gráfico E Pagos de intereses de la deuda sobre resultado de explotación de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro por sectores

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Los cálculos se basan en los estados financieros anuales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

El indicador de rentabilidad basado en las ventas podría verse afectado por condicionantes propios de cada sector. Una investigación de la rentabilidad sobre activos o de la rentabilidad por acción podría contribuir a atenuar las diferencias resultantes. En el 2006, la rentabilidad sobre activos, calculada como el resultado neto sobre activos totales en el período anterior, alcanzó en los sectores de la construcción y manufacturero su máximo nivel desde 1985 (véase gráfico C). En contraste, la rentabilidad sobre activos descendió ligeramente en el transporte y las comunicaciones, aunque manteniendo niveles bastante altos en términos históricos.

Evolución del apalancamiento

En general, las sociedades no financieras cotizadas elevaron ligeramente la ratio de deuda sobre el flujo de caja en el 2006, tras la reducción observada entre los años 2002 y 2005 (véase gráfico D). Este mayor endeudamiento obedeció a notables aumentos del nivel de deuda en los sectores de la construcción, el transporte y las comunicaciones. La evolución del endeudamiento del sector de la construcción durante el 2006 debe interpretarse con cierta cautela ya que el indicador utilizado está influenciado por un grupo relativamente reducido de empresas de la muestra que llevaron a cabo importantes operaciones de fusión y adquisición.

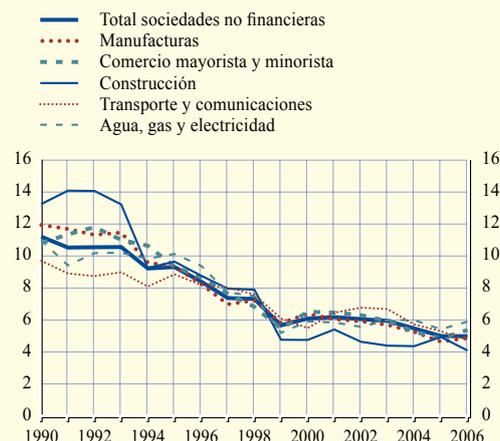
Una medida utilizada para evaluar la situación financiera de las sociedades no financieras es la carga de intereses, calculada, por ejemplo, mediante los pagos de intereses asociados a la deuda sobre el resultado de explotación. Este indicador refleja la proporción del resultado de explotación que las empresas deben dedicar al pago de intereses. Una medida adicional es la ratio de pagos de intereses asociados a la deuda sobre el saldo total de deuda viva, que refleja el tipo de interés medio de la deuda que las sociedades no financieras cotizadas han de pagar.

Los pagos de intereses asociados a la deuda sobre el resultado de explotación de las sociedades no financieras cotizadas se incrementaron ligeramente en el 2006, siguiendo la subida de los tipos de interés (véase gráfico E). No obstante, esta ratio se mantuvo en niveles reducidos, cuando se la compara con la cota máxima registrada en el 2001.

El tipo de interés medio de la deuda de las sociedades no financieras cotizadas permaneció estable, en su mayor parte, en el 2006 (véase gráfico F). Desde una perspectiva de más largo plazo, el tipo de interés medio de la deuda de las sociedades no financieras cotizadas se redujo significativamente desde el inicio de la década de los noventa hasta 1999. Tras el incremento observado en el 2000 y en el 2001, el tipo de interés medio reanudó su tendencia a la baja hasta alcanzar niveles históricamente reducidos en el 2006.

Gráfico F Tipo de interés medio de la deuda de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro por sectores

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
 Notas: Pago de intereses de la deuda sobre saldo vivo. El cálculo se basa en los estados financieros anuales agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras, que continuó siendo más moderada que la de los préstamos, se elevó en el primer trimestre, y en marzo del 2007 se situaba en el 6,5%, en comparación con el 6% de diciembre del 2006. Este aumento se debió, principalmente, a la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, junto con la emisión de este tipo de valores a largo plazo, que se mantuvo elevada, aunque se redujo ligeramente, especialmente los emitidos a tipo de interés variable. En términos de flujos brutos, la actividad emisora de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó en marzo del 2007 hasta 132 mm de euros. Esto representó un aumento considerable, no sólo en comparación con los dos primeros meses de ese trimestre, sino también con respecto a los niveles de diciembre del 2006, cuando la emisión alcanzó un total de 106 mm de euros.

Según datos de Thomson ONE Banker, la actividad emisora por parte de emisores con baja calificación crediticia, como las empresas con calificación BBB, continuó siendo intensa durante el primer trimestre del 2007, aunque la emisión de bonos de alta calidad y elevada rentabilidad se redujo ligeramente en relación con el trimestre anterior. Además, desde una perspectiva a más largo plazo, la participación de las emisiones de valores de renta fija con calificación BBB y de alta rentabilidad en la emisión bruta total de valores de renta fija privada ha amentado de manera significativa, desde aproximadamente el 17% en el 2001, hasta alrededor del 51% en el 2007. El crecimiento observado en el mercado de valores de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro en los últimos años parece haber estado impulsado, principalmente, por las operaciones de fusión y adquisición, particularmente por las financiadas mediante recompras de empresas con apalancamiento financiero (véase el recuadro 5 sobre capital riesgo). No se puede descartar que parte de este aumento también esté relacionado con el hecho de que la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad ha facilitado la emisión por parte de empresas con calificación más baja.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, incluidas las entidades de propósito especial, ha continuado incrementándose con intensidad, y en marzo se situó en torno al 29%, desde el 26,5% de diciembre. Parte de estas emisiones podrían estar asociadas a los vehículos de financiación creados directamente por sociedades no financieras de mayor tamaño. No obstante, es probable que la mayor parte guarde relación con las actividades de titulización de las entidades de crédito y los fondos de capital riesgo. Esta fuerte expansión de las operaciones de titulización, que, en el caso de las titulizaciones reales, elimina los préstamos de los balances de las IFM, debería causar un efecto moderador sobre el crecimiento de los préstamos de las IFM, pero también podría contribuir a un aumento del crédito al sector privado. Véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos de las IFM sobre el análisis monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2005.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo estable, por debajo del 1%, a finales del primer trimestre del 2007. Esta moderación en la emisión neta de este sector puede estar relacionada con las numerosas operaciones de recompra de acciones que se están llevando a cabo, con el hecho de que la rentabilidad sigue siendo elevada y con las actividades de capital riesgo en las que se están privatizando empresas a través de operaciones de recompra con apalancamiento financiero. Además, se produjo un ligero aumento de las amortizaciones en el primer trimestre del 2007, en comparación con el último trimestre del 2006. Al mismo tiempo, la media móvil de doce meses de la emisión bruta lleva aumentando desde noviembre del 2006, lo que puede haberse visto respaldado por la evolución de las ofertas públicas iniciales y las ofertas públicas secundarias y, en parte, puede estar asociado a las operaciones de fusión y adquisición.

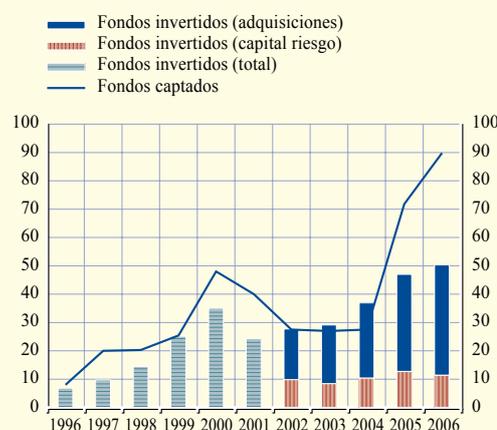
Recuadro 5

¿QUÉ SUBYACE TRAS EL AUGE DE LAS OPERACIONES DE CAPITAL RIESGO?

El sector del capital riesgo ha cambiado sustancialmente en Europa durante los últimos años. Las cifras provisionales sugieren que el volumen de fondos captado se elevó a un total de 90 mm de euros en el 2006, con un aumento del 25% frente al nivel registrado en el 2005 y triplicando con creces el valor del 2004 (véase el gráfico)¹. En ese mismo año 2006, la inversión total (excluida la deuda bancaria) solamente ascendió a unos 50 mm de euros. Esta discrepancia podría constituir un indicio de nuevas operaciones multimillonarias de adquisición de empresas, dadas las expectativas de asignación de casi el 80% del total de los fondos captados al segmento de adquisiciones, frente a aproximadamente un 40% en el 2000. Esta evolución debe contemplarse en el dinámico marco del mercado de operaciones de adquisición de empresas, especialmente de recompras con apalancamiento financiero. Así,

Actividad del mercado europeo de capital riesgo

(mm de euros; flujos brutos)



Fuente: EVCA.

Nota: Los datos correspondientes al 2006 son provisionales.

¹ Según datos de la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

el valor total de mercado de las operaciones de adquisición de empresas realizadas en Europa durante el 2006 se elevó hasta los 160,3 mm de euros, frente a unos 130 mm de euros durante el año anterior². Aunque la importancia del capital riesgo en la prestación de servicios financieros y de gestión ha crecido en los últimos años, sus cifras agregadas absolutas en base anual continúan siendo relativamente modestas, representando menos de un 1% del PIB nominal de la UE. En cuanto a los inversores, los fondos de pensiones constituyeron la principal fuente de financiación, con más de un 22% del total de los fondos captados, seguidos de los «fondos de fondos»³ y de las entidades de crédito. Este hecho indica que el capital riesgo se ha convertido en vehículo de inversión para los inversores institucionales. En este contexto, el presente recuadro analiza los factores determinantes de la reciente evolución del sector del capital riesgo, especialmente del auge de las operaciones de adquisición de empresas.

Finalidad de las operaciones de capital riesgo

El capital riesgo consiste en la aportación de recursos propios a empresas no cotizadas o en la financiación del tramo de recursos propios de las operaciones de adquisición de empresas cotizadas. Sus objetivos suelen ser empresas maduras con flujos de caja estables y activos susceptibles de utilizarse como garantía. Los incentivos para acometer operaciones de adquisición de empresas se encuentran estrechamente relacionados con las estructuras de gobierno corporativo. El objetivo de estas adquisiciones consiste en aumentar el valor de una empresa y elevar la eficiencia mediante, por ejemplo, la reducción de costes, la remodelación de los órganos de dirección y de la estructura de la empresa, la simplificación de operaciones y la desinversión en actividades no estratégicas. En el caso de empresas cotizadas, cabe distinguir entre la dirección ejecutiva y la propiedad, mientras que en una empresa gestionada por una firma de capital riesgo ambas se superponen. En consecuencia, la diversificación del riesgo se reduce drásticamente cuando una empresa deja de cotizar en bolsa tras una operación de adquisición. Con todo, estas operaciones podrían también reducir los costes de agencia inherentes a los mercados oficiales de valores, al conjugar mejor los intereses de los propietarios con los de la dirección de la empresa. Además, en ciertos casos, las empresas han renunciado a cotizar con el fin de evitar costes (efectivos y esperados) ligados al cumplimiento de la normativa reguladora y al público escrutinio de los accionistas⁴.

Motivos del auge de las operaciones de capital riesgo

Existen varios motivos, tanto de demanda como de oferta, que explican el presente auge de las operaciones de capital riesgo. Por ejemplo, la innovación financiera ha sido importante a la hora de facilitar estructuras de financiación complejas que han permitido a los grupos inversores adquirentes la realización de operaciones de mayor calado, con unos coeficientes de apalancamiento más elevados. Como resultado, el mercado de adquisiciones de empresas viene asistiendo a una creciente flexibilidad de las estructuras de endeudamiento al objeto de conciliar las preferencias, las estrategias y los niveles deseados de exposición al riesgo de los diferentes inversores. La innovación ha fortalecido la capacidad del mercado para estandarizar, negociar y vender riesgo de crédito, lo que ha facilitado a los oferentes de deuda una transmisión más generalizada del riesgo. Una difusión más amplia

2 Según datos del Centre for Management Buyout Research (CMBOR).

3 Por ejemplo, fondos de inversión que invierten en otros fondos de inversión.

4 En Estados Unidos, los equipos directivos de algunas empresas cotizadas en mercados oficiales de valores y sometidas a un marco regulador más estricto tras la aplicación de la ley Sarbanes-Oxley han decidido acometer la adquisición de las propias empresas con el fin de limitar la carga reguladora.

de los préstamos sindicados ha permitido a las entidades de crédito distribuir mejor sus riesgos mediante la venta de posiciones en los mercados de deuda potencialmente muy arriesgadas procedentes de la financiación de operaciones concretas⁵. Además, la expansión del mercado de derivados de crédito ha facilitado a las entidades de crédito la gestión del riesgo inherente a sus posiciones en deuda al permitirles transmitir el riesgo de insolvencia a terceros con mayor predisposición a asumirlo. Por último, la mayor difusión de los préstamos sindicados con varios grupos de inversores participantes («club de inversiones») ha alentado la realización de grandes operaciones, que han batido todos los récords históricos. La presente facilidad de acceso al endeudamiento, a raíz de unas condiciones de financiación favorables y de unos tipos de interés reducidos, ha estimulado también la realización de importantes operaciones de recompra con apalancamiento financiero. Al mismo tiempo, la mayor tolerancia al riesgo y al apalancamiento ha fomentado la colocación de una parte de los fondos de una nueva clase de inversores en «activos alternativos» —como el capital riesgo— de renta fija o de renta variable. La situación previa, relativamente virgen, de los mercados de fusiones y adquisiciones y de deuda corporativa de la Unión Europea ha contribuido también a la actual oleada de este tipo de operaciones. Por lo general, tras una operación de capital riesgo con fuerte apalancamiento financiero, la estructura del balance de la empresa sufre cambios muy extremos. Por ejemplo, la estructura de financiación propia y ajena podría pasar desde unos porcentajes del 70%-80% y del 20%-30%, respectivamente, cuando la empresa cotiza en bolsa, hasta el 20%-30% y el 70%-80%, respectivamente, cuando es adquirida y deja de cotizar.

Otros factores destacados que subyacen tras el auge reciente de las operaciones de capital riesgo son el continuo aumento de la rentabilidad empresarial y la mayor gama existente de estrategias de salida. El sostenido incremento de la rentabilidad empresarial, cimentado en el actual entorno macroeconómico positivo y en unas condiciones de financiación favorables, ha fortalecido los flujos de caja de libre disposición de las empresas y, por tanto, su atractivo como objetivos. Los excedentes de tesorería o los elevados flujos de caja pueden utilizarse para amortizar la deuda contraída en las operaciones de adquisición. Al mismo tiempo, el desarrollo de los mercados de alternativas de salida de estas operaciones ha elevado el grado de liquidez de las inversiones en adquisición de empresas. La creciente especialización de diferentes grupos inversores en determinadas etapas de los procesos de reestructuración/remodelación empresarial ha reforzado el papel de las ventas en el mercado secundario como estrategia de salida y acortado los períodos de maduración de la inversión de cada uno de esos grupos. Las firmas de capital riesgo disponen de varias alternativas de salida, a saber, la venta de la empresa a un inversor, la realización de una oferta pública de venta (OPV) de acciones (donde destaca la importancia del buen funcionamiento de un segmento del mercado orientado a este tipo de ofertas y de un acceso fluido a los mercados oficiales de valores), o la venta a otro fondo de capital riesgo.

¿Cuáles son los posibles efectos de las operaciones de capital riesgo?

La creciente relevancia del capital riesgo ha afectado a las estructuras de gobierno corporativo en la zona del euro a medida que éste ha venido financiando importantes procesos de reestructuración en los sectores más maduros. Los resultados de recientes investigaciones muestran que las factorías adquiridas por equipos directivos en el Reino Unido eran significativamente menos productivas que otras plantas comparables antes del cambio de propiedad, pero también que la productividad total de sus factores aumentó notablemente después de la adquisición⁶. Además, la evidencia procedente de Esta-

5 Véase también BCE (2007), «Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU».

6 Harris R., D. Siegel y M. Wright (2005), «Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom», *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87 (1).

dos Unidos, el Reino Unido y los Países Bajos muestra que, tras la adquisición de una compañía, se producen notables mejoras en el desarrollo de nuevos productos y en otros ámbitos de la empresa⁷. Al mismo tiempo, ciertos analistas han mostrado su inquietud ante las posibles repercusiones negativas sobre la solvencia a largo plazo de las empresas objetivo, ya que éstas suelen acabar más endeudadas tras la desinversión de las firmas de capital riesgo. Por otra parte, aunque el empleo neto en las empresas implicadas en operaciones de adquisición creció en la UE, según la EVCA, una media anual del 2,4% durante el período comprendido entre 1997 y el 2004, frente a un crecimiento medio anual del empleo del 1,2% en la UE-15⁸, la dinámica a corto plazo del empleo revela que los puestos de trabajo suelen reducirse durante el primer año posterior a una operación de adquisición, avalando la existencia de costes a corto plazo en términos de empleo⁹. El abandono de los mercados bursátiles oficiales por parte de algunas empresas, habitual tras las operaciones de adquisición, también podría aumentar el grado de opacidad del sector empresarial y, como resultado, agravar los problemas de información asimétrica con respecto, por ejemplo, al resto de accionistas minoritarios.

En líneas generales, la actividad de los fondos de capital riesgo podría elevar la eficiencia y el crecimiento a largo plazo de las empresas implicadas en operaciones de adquisición, pese a los costes en términos de empleo observados a corto plazo. Además, el elevado grado de apalancamiento financiero de las operaciones de adquisición puede afectar al endeudamiento agregado de las sociedades no financieras y aumentar su vulnerabilidad ante perturbaciones negativas. Está aún por ver, asimismo, el comportamiento en circunstancias menos favorables de los nuevos mercados de transferencia del riesgo que se han desarrollado en paralelo al auge de las operaciones de capital riesgo.

7 CMBOR (2007), «The impact of private equity: setting the record straight».

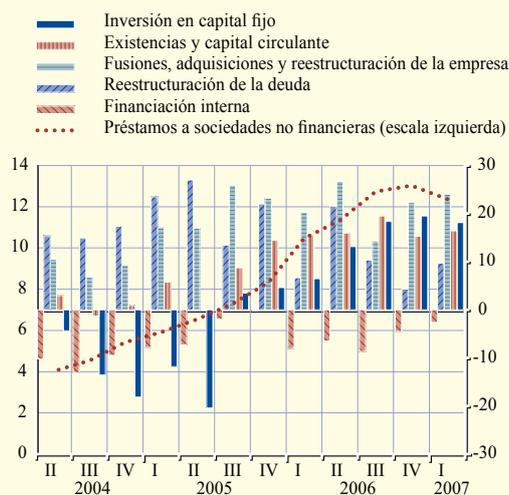
8 EVCA (2005), «Employment contribution of private equity and venture capital in Europe».

9 Work Foundation (2007), «Inside the dark box: shedding light on private equity».

La vigorosa evolución de los beneficios y el fuerte crecimiento de los préstamos observados en los últimos años ha proporcionado fondos en abundancia a las sociedades no financieras de la zona del euro. En general, la evidencia apunta a que, en los últimos trimestres, este sector ha canalizado los fondos disponibles hacia actividades financieras y no financieras (véase también el recuadro 2, titulado «Factores determinantes de la fuerte aceleración de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2007). Esta valoración se vio confirmada por los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007, en la que las entidades participantes señalaron que la demanda percibida de préstamos a empresas estaba siendo impulsada de manera creciente por las operaciones de fusión y adquisición y por las reestructuraciones empresariales, así como por la necesidad de financiar la inversión en capital fijo, existencias y capital circulante (véase gráfico 28). Además, se dispone de evidencia de que la dinámica de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se ha visto muy influenciada por la demanda de empresas de los sectores inmobiliario y de la construcción en varios países de la zona del euro. Por otra parte, según las nuevas cuentas trimestrales integradas por sectores de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total por parte de las sociedades no financieras de la zona se incrementó hasta el 6,2% en el último trimestre del 2006, frente al 5,9% del trimestre anterior (véase también la sección 2.2). En el último trimestre del 2006, los dos principales factores determinantes del crecimiento de la inversión financiera total por parte de las sociedades no financieras siguieron siendo (i) la inversión en acciones y otras participaciones, y (ii) otras cuentas pendientes de cobro, con una contribución ligeramente mayor de las primeras (el 70% del saldo vivo correspondió a las acciones no cotizadas y a otras participaciones).

Gráfico 28 Factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; en porcentaje)

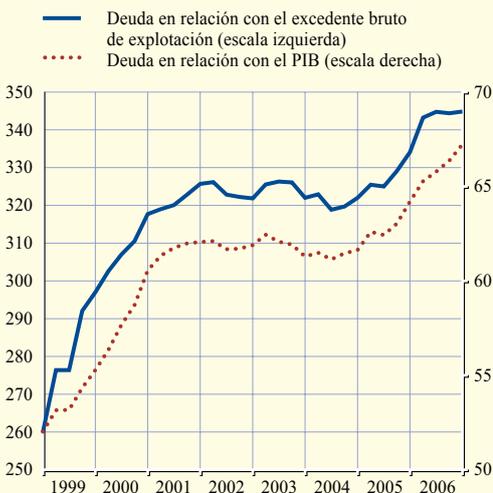


Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a 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 disminución; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007.

Gráfico 29 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. El último trimestre disponible es una estimación.

POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro disponibles, el considerable recurso a la financiación mediante deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona se ha traducido en un nuevo aumento del endeudamiento total en relación con el PIB de este sector, que se incrementó hasta el 67% en el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 29), en relación con el 66% del último trimestre del 2006. Tras un período de consolidación, desde mediados del 2005, las ratios de endeudamiento de estas sociedades han sido más elevadas que las registradas en el máximo anterior de mediados del 2003, que siguió a un pronunciado aumento del endeudamiento en la segunda mitad de la década de los noventa. El endeudamiento también experimentó un ligero ascenso en porcentaje de los excedentes brutos de explotación en el primer trimestre del 2007. Estas crecientes ratios de endeudamiento han provocado aumentos considerables de la carga de intereses de las sociedades no financieras en el 2006 y principios del 2007, como quedó reflejado tanto en las subidas de los tipos de interés como en el acusado crecimiento de los préstamos.

En general, la elevada tasa de crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras, particularmente mediante préstamos concedidos por las IFM, indica que las empresas de la zona del euro continúan teniendo fácil acceso a la financiación. A pesar del reciente repunte de las ratios de endeudamiento y de los pagos netos por intereses, la situación financiera de las sociedades no financieras sigue siendo favorable, debido a la elevada rentabilidad y al hecho de que el coste de la financiación continúa siendo reducido.

2.7 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

El endeudamiento de los hogares continuó siendo intenso en el cuarto trimestre del 2006 y en el primer trimestre del 2007, respaldado por unas condiciones de financiación todavía favorables y una sólida confianza de los consumidores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda se redujo de nuevo, aunque permanece en niveles elevados y sigue impulsando el endeudamiento de los hogares en su conjunto. Como consecuencia del persistente y vigoroso crecimiento del crédito, el endeudamiento de los hogares en relación con el PIB registró un nuevo aumento.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007³ indican que las condiciones de financiación del sector hogares continuaron siendo favorables en términos históricos en el primer trimestre del 2007, pese a que el coste de los préstamos y créditos volvió a aumentar como resultado de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron en el primer trimestre del 2007 en todos los períodos iniciales de fijación (véase gráfico 30). La subida fue más pronunciada en el caso de los tipos aplicados a los préstamos con período de fijación más corto (hasta cinco años), que, en términos de medias intertrimestrales, se situaron entre 15 y 22 puntos básicos por encima de los niveles del trimestre anterior. En cambio, el alza de los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación de más de cinco años fue bastante moderada (de unos 7 puntos básicos). En consecuencia, la estructura temporal ligeramente invertida de los tipos de interés aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda observada desde finales del 2006 no se modificó.

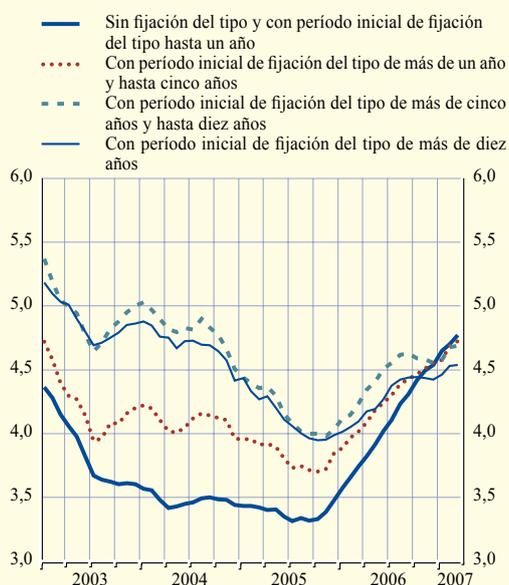
Los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo también aumentaron en el primer trimestre del 2007. Aunque estas subidas fueron superiores a las del trimestre precedente en todos los períodos iniciales de fijación (de 11 a 51 puntos básicos, en términos de medias intertrimestrales), el incremento fue más pronunciado en el caso de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de uno a cinco años. No obstante, los tipos de interés aplicados a estos préstamos continuaron siendo los más bajos

Si se comparan los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos con los tipos de interés

3 Véase el recuadro 1, titulado "Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2007" en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

Gráfico 30 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; excluidas comisiones; 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 a partir 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.

de mercado a plazos similares, es evidente que el diferencial implícito prácticamente no se modificó entre el cuarto trimestre del 2006 y el primer trimestre del 2007 en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que aumentó ligeramente en el caso del crédito al consumo, lo que puso fin a un largo período de estrechamiento de este diferencial.

En la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007, las entidades participantes señalaron que se había producido una leve relajación de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares en el primer trimestre del 2007, tanto en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos. La competencia de otras entidades volvió a mencionarse como el principal factor determinante de esta leve relajación. En el caso del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares, las expectativas relacionadas con la actividad económica general también favorecieron esta evolución. Al mismo tiempo, se indicó que las perspectivas relacionadas con el mercado de la vivienda habían propiciado un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda más acusado que en la encuesta anterior.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

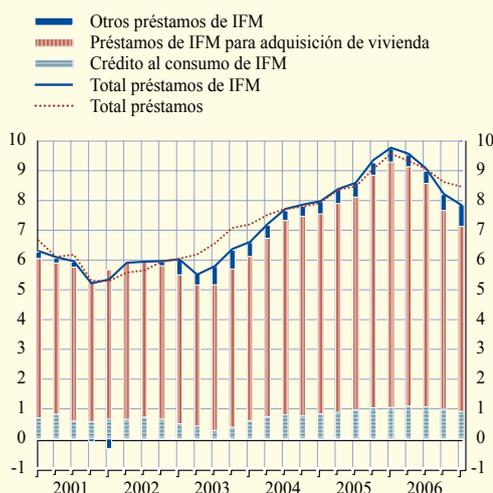
En el cuarto trimestre del 2006 (el período más reciente para el que se dispone de datos de las nuevas cuentas trimestrales integradas por sectores de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro por todos los sectores institucionales se redujo de nuevo, hasta el 8,6%, desde el 9,1% del tercer trimestre (véase gráfico 31). No obstante, el endeudamiento de los hogares continuó siendo elevado en términos históricos.

La moderación observada en la tasa de crecimiento interanual se debe a la menor contribución de los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro, que continúan siendo el principal determinante del crecimiento de los préstamos a hogares en su conjunto. En cambio, la contribución de los préstamos otorgados a los hogares por todos los demás sectores institucionales se incrementó, lo que hizo que la tasa de crecimiento del total de préstamos a hogares se situara por encima de la de los préstamos concedidos por las IFM por primera vez desde el segundo trimestre del 2004. Las estimaciones para el primer trimestre del 2007 indican que el crecimiento interanual del total de préstamos a este sector se redujo de nuevo, aunque en menor medida que en trimestres anteriores.

A partir de los datos de las IFM (disponibles hasta abril del 2007), la tendencia a la baja del crecimiento interanual de los préstamos a los hogares observada desde la primavera del 2006 ha continuado en el segundo trimestre del 2007. La moderación actual se debe, principalmente, a la desaceleración del crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda que, no obstante, continúa siendo intenso, y sigue siendo el principal determinante de la evolución del endeudamiento total de los hogares (en el recuadro 6 se presenta un análisis del patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras).

Gráfico 31 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de crecimiento interanual en porcentaje; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el primer trimestre del 2007 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos véanse las notas técnicas pertinentes.

Recuadro 6

EL PATRÓN CÍCLICO DE LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES Y A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

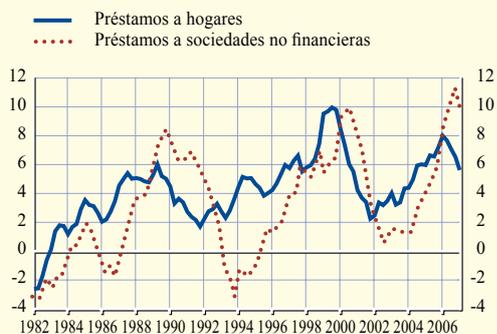
Desde finales del 2005, tras el progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos han aumentado casi continuamente. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se ha moderado desde la primavera del 2006, con respecto a los muy elevados niveles observados en años anteriores. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras siguió incrementándose algo más de tiempo, y hasta muy recientemente no ha empezado a mostrar algunas señales de moderación. Para determinar si esta evolución diferente es una característica habitual del ciclo de crédito, en este recuadro se considera el patrón cíclico de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro desde principios de la década de los ochenta.

El gráfico A muestra que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos en términos reales a los hogares, así como la correspondiente a las sociedades no financieras, han seguido un patrón cíclico prácticamente similar en los últimos 25 años. Sin embargo, habitualmente, los máximos y mínimos han sido más elevados y más profundos en el caso de los préstamos a empresas. Del gráfico se desprende que, en general, el crecimiento de los préstamos a hogares ha tendido a cambiar antes en el ciclo de crédito que el de los préstamos a empresas. Esto queda confirmado en el gráfico B, que indica que la correlación máxima en el período comprendido entre el primer trimestre de 1982 y el primer trimestre del 2007 queda establecida en una evolución adelantada del crecimiento de los préstamos a hogares, con respecto al de los préstamos a empresas de aproximadamente cuatro trimestres, en promedio.

El gráfico B muestra también la estructura de la correlación durante dos subperíodos. El desglose se ha realizado dividiendo el período total analizado en dos subperíodos de igual duración. El primer

Gráfico A Préstamos reales concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras

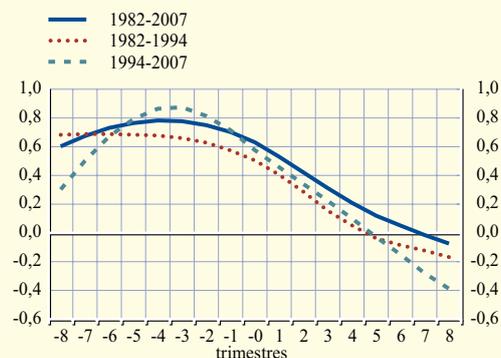
(tasas de variación interanual; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Las series reales se han obtenido deflactando las series nominales por el deflactor del PIB.

Gráfico B Correlación entre el crecimiento de los préstamos reales concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras en diferentes adelantos/retrasos y períodos

(coeficiente de correlación entre las tasas de crecimiento interanual)



Fuente: Cálculos del BCE.
Nota: Las series reales se han obtenido deflactando las series nominales por el deflactor del PIB.

período abarca desde 1982 hasta 1994, y el segundo de 1994 al 2007¹. Del gráfico se desprende que la relación entre los adelantos y los retardos no se ha modificado con el tiempo, aunque, en promedio, la correlación máxima entre el crecimiento de los préstamos a los hogares y el de las empresas fue algo más elevada en el segundo período considerado. Las diferencias en la estructura de los adelantos y retardos suelen ser más evidentes en los puntos de inflexión de las series. El gráfico A sugiere que la evolución adelantada registrada en el crecimiento de los préstamos a los hogares con respecto al de los préstamos a empresas ha sido de dos a cuatro trimestres durante la mayor parte de los máximos y mínimos registrados en los últimos 25 años (véase también el cuadro). Únicamente durante el mínimo observado a principios de la década de los noventa, el adelanto se apartó considerablemente de la media histórica, lo que quizás sea atribuible, en gran medida, a los efectos de la unificación alemana².

Crecimiento de los préstamos reales concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras en los principales puntos de inflexión

	Máximos	Mínimos
Finales de la década de los ochenta	-2 trimestres	
Principios de la década de los noventa		-8 trimestres
Finales de la década de los noventa	-4 trimestres	
Principios de la década del 2000		-3 trimestres
Mediados del 2006	-3 trimestres	

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los principales puntos de inflexión se definen a partir del nivel máximo y mínimo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales concedidos por las IFM a los hogares en el ciclo crediticio. El signo (-) indica cuántos trimestres adelantó el crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a los hogares al correspondiente a los préstamos a las sociedades no financieras en cada punto de inflexión. Los cálculos se basan en el promedio de las tasas de crecimiento interanuales de tres meses centradas. Las series de los préstamos reales se han obtenido deflactando las series nominales por el deflactor del PIB.

Las diferencias, en términos de adelantos y retardos, entre la evolución de los préstamos a los hogares y la de los préstamos a las sociedades no financieras podrían deberse a varios factores³. En primer lugar, los factores que influyen en la demanda de préstamos de los hogares y en la de las empresas son distintos. Los préstamos a los hogares están determinados, principalmente, por la trayectoria del mercado de la vivienda, mientras que los préstamos a empresas están asociados, en su mayor parte, a la necesidad de financiar inversiones empresariales. De hecho, la evidencia sugiere que la dinámica del mercado de la vivienda y la de la inversión empresarial no presentan los mismos perfiles temporales en el ciclo económico. Además, dado que los flujos financieros de las sociedades no financieras suelen mejorar al principio de los períodos de recuperación económica, es posible que las empresas tiendan a financiar el capital circulante y la inversión en capital fijo mediante la financiación interna en primer lugar, y sólo después a través de la financiación externa. Por otra parte, puede que, en lo que se refiere a las necesidades de financiación, los hogares reaccionen antes a los cambios en las perspectivas de crecimiento y de renta que las sociedades no financieras, ya que la financiación bancaria y la renta y el ahorro futuros constituyen la única fuente de financiación de los hogares, mientras que las empresas suelen disponer de más fuentes de financiación alternativas. Por último, recientemente, la evolución de los préstamos a empresas también puede haber estado relacionada con diversos factores especiales, como las operaciones de fusión y adquisición y las operaciones de recompra con apalancamiento financiero, que posiblemente han aumentado la reciente fortaleza de la demanda de préstamos por parte de las empresas⁴.

1 Los subperíodos no coinciden totalmente con el ciclo económico general de la zona del euro.

2 Véase el artículo titulado «Evolución de los préstamos bancarios concedidos al sector privado», en el Boletín Mensual del Deutsche Bundesbank de octubre del 2002.

3 Véase también el artículo titulado «Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2003.

4 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Factores determinantes de la fuerte aceleración de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

En segundo lugar, las diferencias entre los perfiles crediticios de los hogares y de las empresas también pueden obedecer a consideraciones relacionadas con la oferta ya que, en la fase inicial del ciclo económico, las entidades de crédito pueden aumentar los préstamos concedidos a las sociedades no financieras únicamente después de que se haya materializado la recuperación económica y hayan mejorado los balances de este sector. En cambio, como los préstamos a los hogares suelen contar con mejores garantías, es posible que las entidades estén dispuestas a otorgar más préstamos a este sector en una fase más temprana del ciclo económico que a las sociedades no financieras, como consecuencia de las mejores perspectivas de empleo y de renta y de la percepción de que el riesgo de crédito de los hogares ha disminuido⁵.

En conclusión, este recuadro ha mostrado que, en términos históricos, el crecimiento de los préstamos a los hogares ha tendido a modificarse antes que el crédito a las empresas en el ciclo económico. También ha puesto de manifiesto que el crecimiento de los préstamos a los hogares ha presentado una evolución adelantada con respecto al de los préstamos a empresas un promedio de unos cuatro trimestres en los últimos 25 años, pero también que este adelanto puede apartarse ligeramente de este promedio en los puntos de inflexión. A este respecto, la moderación del crecimiento de los préstamos a empresas observada en los primeros meses del 2007 estaría en consonancia con patrones históricos.

5 Ciertamente, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro proporcionan evidencia que confirma este tipo de comportamiento por parte de las entidades de crédito.

En abril del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM fue del 8,6%, desde el 8,9% del mes precedente y de unas medias del 9,4% y el 10,2% en el primer trimestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2006, respectivamente. La moderación de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda es acorde con la desaceleración observada en el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, al menos en algunos países de la zona del euro. Esta evolución también quedó reflejada en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2007, que indican que las perspectivas relativas al mercado de la vivienda causaron un impacto bastante moderador sobre la demanda de los hogares de esta modalidad de crédito en el primer trimestre del 2007. Además, la reducción de la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda es, en cierta medida, consecuencia de unos tipos de interés aplicados a los préstamos y créditos más elevados, en el contexto de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo reanudó su tendencia a la baja en abril del 2007 y se redujo ligeramente, hasta el 6,9%, después de haber registrado unas medias del 7,1% y el 8% en el primer trimestre del 2007 y en el cuarto trimestre del 2006, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares descendió ligeramente en abril, hasta el 3,8%, desde el 4% del mes precedente, después de haberse recuperado en el primer trimestre del 2007, en comparación con el cuarto trimestre del 2006. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2007, las entidades participantes en la encuesta siguieron indicando que la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares continuó siendo positiva, una evolución que todavía se sustenta en el gasto en bienes de consumo duradero y en la sólida confianza de los consumidores, aunque en menor medida que en trimestres anteriores.

POSICIÓN FINANCIERA

La persistente e intensa evolución del endeudamiento de los hogares también quedó reflejada en el endeudamiento total en relación con el PIB de este sector (que comprende los préstamos concedidos a los hogares por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo) que, según las estimaciones, aumentó de nuevo en el primer trimestre del 2007, hasta el 59,9%, frente al 59,7% del cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico 32)⁴. No obstante, continuó en un nivel moderado en términos internacionales, particularmente si se compara con la dinámica observada en países anglosajones como Estados Unidos y Reino Unido. Tras un moderado incremento en el 2005, se estima que la carga que representa la deuda de este sector (esto es, pagos brutos de intereses más amortizaciones del principal en porcentaje de la renta disponible) registró un ascenso más pronunciado en el 2006, como consecuencia del hecho de que el efecto de los continuos aumentos de las amortizaciones de principal se vio amplificado por un incremento de la carga que supone el pago de intereses.

Gráfico 32 Endeudamiento de los hogares en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares comprende el total de préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. Los datos para el último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

4 Esta ratio de endeudamiento se basa en las series del total de préstamos incluidas en las nuevas cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro, que proporcionan una cobertura completa de los sectores institucionales que conceden préstamos y, como tal, no es comparable con las ratios de deuda basadas en el total de préstamos obtenidas de las estadísticas de financiación e inversión financiera en la zona del euro anteriormente disponibles, que únicamente incluían los préstamos otorgados por las IFM, por otros intermediarios financieros y por las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Los datos del total de préstamos para el primer trimestre del 2007, que todavía no están disponibles para las cuentas trimestrales por sectores de la zona del euro, se han estimado a partir de datos de las IFM.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en el 1,9% en mayo del 2007, por tercer mes consecutivo. Los datos del IAPC hasta abril del 2007 sugieren la existencia de ciertas presiones al alza sobre los precios, tras tener en cuenta la considerable volatilidad de los precios de la energía. En particular, en los últimos meses las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos han mostrado cierta tendencia al alza, relacionada, en parte, con la elevación del IVA alemán llevada a cabo en enero del 2007, pero también con algunas presiones sobre los precios internos, en el contexto de una sólida actividad económica. La información actualmente disponible sobre precios industriales y los datos de las encuestas de opinión sugieren también la existencia de presiones sobre los precios internos, generadas por los altos costes de los bienes intermedios y una mayor capacidad de fijación de precios por parte de las empresas. Aunque el crecimiento salarial fue moderado al final del año pasado, sigue estando sujeto a riesgos alcistas derivados del vigoroso crecimiento de la actividad económica real y de las mayores tensiones en los mercados de trabajo observadas en los últimos trimestres. Según las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosisistema, la inflación media interanual medida por el IAPC debería situarse entre el 1,8% y el 2,2%, en el 2007, y entre el 1,4% y el 2,6%, en el 2008. Las perspectivas de inflación siguen estando sujetas a riesgos alcistas.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE MAYO DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,9% en mayo del 2007, por tercer mes consecutivo (véase cuadro 6). Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de mayo, se sabe que la evolución pasada de los precios de la energía ha tenido una ligera incidencia a la baja sobre la tasa de variación interanual del IAPC, probablemente compensada, en cierta medida, por el aumento de los precios de la energía registrado en ese mes.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA ABRIL DEL 2007

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,9% en abril del 2007, sin cambios en relación con el mes anterior. No obstante, se observa claramente una elevación gradual de las tasas de variación interanual de los componentes menos volátiles del IAPC, especialmente desde el inicio del año (véase gráfico 33). Pese a que parte de este incremento está relacionado con el ajuste de precios derivado del aumento del IVA alemán realizado en enero del 2007, también parece ser indicativo de presiones sobre los precios internos, en el contexto de la pujante actividad económica de la zona del euro.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2006 Dic	2007 Ene	2007 Feb	2007 Mar	2007 Abr	2007 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Energía	10,1	7,7	2,9	0,9	0,8	1,8	0,4	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	3,7	3,7	2,8	2,9	3,9	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	1,9	1,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	0,9	0,9	1,1	1,2	1,1	.
Servicios	2,3	2,0	2,0	2,3	2,4	2,4	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	4,1	3,1	2,9	2,8	2,4	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	52,9	47,4	42,2	44,9	47,3	50,2	50,3
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	17,7	15,6	13,9	17,6	15,3	11,9

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

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

Las fluctuaciones de los precios de la energía han seguido influyendo de forma significativa en la inflación medida por el IAPC en los últimos meses. En abril del 2007, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo al 0,4%, desde el 1,8% registrado el mes anterior, debido a un efecto de base. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó al 3,9% en abril, desde el 2,9% de marzo. En los últimos meses, los precios de la energía han seguido fluctuando considerablemente, mientras que parte de la volatilidad de los precios de los alimentos no elaborados parece haber sido consecuencia de las inusuales condiciones atmosféricas observadas en Europa en el invierno y la primavera.

Por lo que se refiere a los componentes menos volátiles del IAPC, más allá de algunos movimientos opuestos de escasa importancia registrados en abril en las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (que bajan 0,1 puntos porcentuales) y de los servicios (que suben 0,1 puntos porcentuales), la tasa de variación interanual de los precios de ambos componentes ha mostrado cierta tendencia al alza en los últimos meses.

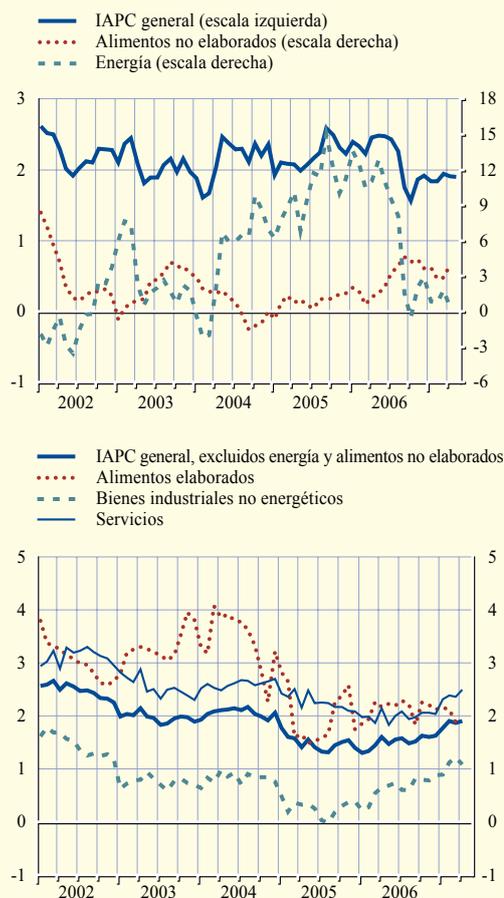
Mientras que una fuerte aportación positiva de los precios administrados, a través del componente de educación, contribuyó a elevar la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, hasta el 2,5%, en abril, de una forma más general el componente de precios de los servicios ha mostrado señales de aceleración desde comienzos del 2007. Ello puede atribuirse, en gran medida, a la incidencia del aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero del 2007, aunque también puede haber influido el ciclo expansivo, al generar presiones alcistas, y propiciar una mayor transmisión de los costes de los bienes intermedios a los clientes por parte de las empresas de servicios, tal y como recoge la encuesta a los directores de compras. En cuanto a la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, pese al ligero descenso, del 1,1%, registrado en abril, se viene observando cierta aceleración de este componente desde mediados del 2005. Este incremento general puede ser reflejo de las subidas, pasadas y presentes, de los precios de las materias primas y de la expansión de la actividad económica interna. Al igual que para los precios de los servicios, el aumento registrado recientemente puede atribuirse también a la elevación del IVA alemán efectuada en enero del 2007.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En abril del 2007, la evolución de los precios de la energía hizo descender la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, hasta el 2,4%, desde el 2,8% de

Gráfico 33 Desagregación del IAPC por principales componentes

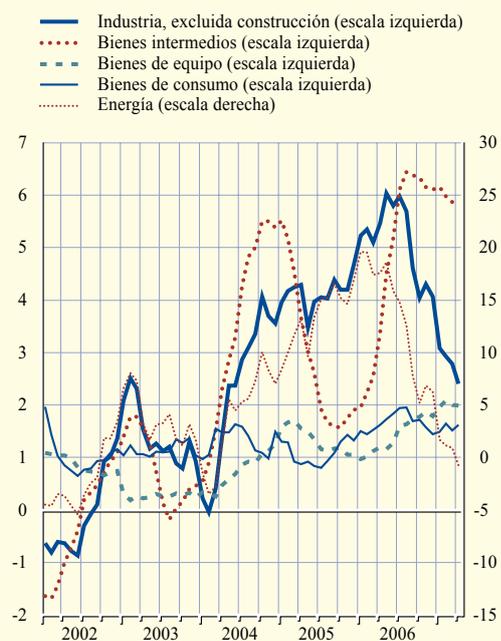
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 34 Desagregación de los precios industriales

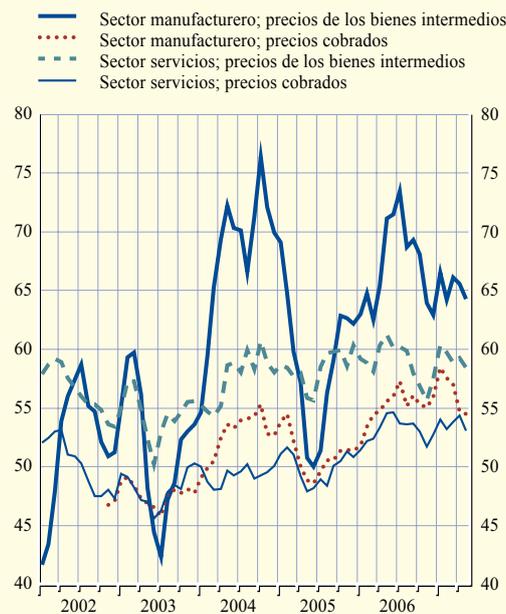
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 35 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.

marzo (véase gráfico 34). Este descenso se debió enteramente a un efecto de base que afectó al componente energético, mientras que la inflación interanual en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, se mantuvo estable en un nivel relativamente elevado, el 3,4%.

La tendencia a la baja mostrada desde mediados del 2006 por la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, y resultante, principalmente, de la volatilidad de los precios de la energía, ha contrastado con la estabilidad general de la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, durante el mismo período. Esta evolución está probablemente relacionada con la persistencia, a lo largo de la cadena de producción, de ciertas presiones al alza, generadas por las subidas, pasadas y presentes, de los precios de las materias primas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios permaneció en un nivel elevado, pese al moderado descenso, hasta el 5,8%, registrado en abril del 2007, reflejo de la transmisión del alza de los precios de las materias primas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se situó en abril en el 1,6%, nivel cercano al observado en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los componentes más volátiles (alimentos y tabaco), disminuyó ligeramente en abril, hasta el 1,2%, nivel relativamente alto, en comparación con la media de los cinco últimos años. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo, que ha venido mostrando una tendencia muy gradual al alza desde comienzos del 2006, se situó en el 2% en abril.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de las encuestas apuntan también a la persistencia de fuertes presiones sobre los precios, pese a que se redujeron ligeramente en los últimos meses, en los sectores de manufacturas y servicios (véase gráfico 35). Según NTC Economics, el elevado indicador de precios de los

bienes intermedios del sector manufacturero refleja los altos precios de una amplia gama de materias primas, especialmente los metales, mientras que el indicador de precios de producción ha descendido recientemente, en un entorno de intensa competencia entre las empresas. En el sector servicios, los datos de las encuestas señalan la persistencia de fuertes presiones sobre los precios de los bienes intermedios y la transmisión del alza de esos precios a los clientes a través del aumento de los precios de venta.

Pese a la presión de los precios externos, los beneficios empresariales mostraron una gran pujanza en la zona del euro en el 2006 (véase recuadro 7). Estos niveles de rentabilidad, propiciados por el vigoroso crecimiento de la actividad económica, contribuyeron a fomentar la inversión y el empleo en la zona del euro.

Recuadro 7

EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución general de los beneficios en la zona del euro hasta finales del 2006 sobre la base de datos de contabilidad nacional. Además de la información correspondiente al total de la economía se ofrecen también datos sobre las distintas ramas de actividad¹. Para calcular los beneficios se utilizan el excedente bruto de explotación y la renta mixta del total de la economía en lugar del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras. La primera medida recoge el excedente de explotación (el superávit, o déficit, de las actividades de producción antes de tener en cuenta los intereses, rentas y cargos pagados o recibidos por el uso de los activos) y la renta mixta (la remuneración del trabajo realizado por el propietario, o por miembros de su familia, de una empresa no constituida en sociedad), denominada «renta mixta», debido a que incluye el beneficio empresarial del propietario. Aunque esta medida incluye una parte de renta que corresponde probablemente a las rentas del trabajo de los trabajadores autónomos, la razón por la que se utiliza en este recuadro es que se dispone de datos para un período de tiempo más extenso y también por ramas de actividad². Como puede apreciarse en el gráfico A, el indicador de beneficios del total de la economía y el de las sociedades no financieras sugieren que los beneficios agregados han registrado una evolución prácticamente similar desde el año 2002, y ambos reflejan el repunte de los beneficios observado desde mediados del 2005.

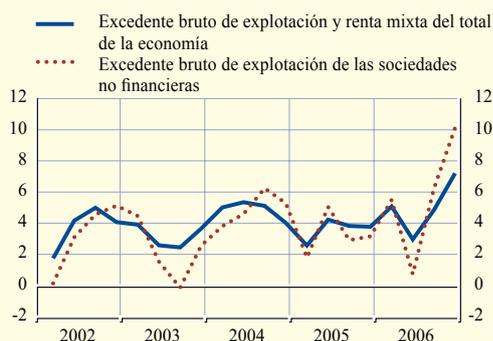
Para que se pueda comprender mejor la evolución de los beneficios generales, el gráfico B desglosa las variaciones de los beneficios en dos partes: variaciones del producto real («volumen») y variaciones del beneficio por unidad de producto («margen»). Este desglose sugiere que gran parte del aumento del crecimiento de los beneficios observado desde mediados del 2005 se debe a la expansión de la actividad económica, aunque la tasa de crecimiento del beneficio por unidad de producto se elevó también de forma acusada en el segundo semestre del 2006. El aumento de esa tasa puede ser reflejo de los efectos combinados del descenso de los precios del petróleo, de la transmisión gradual de las anteriores subidas de los precios de las materias primas a lo largo de la cadena de producción y, en general, de la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas. Sin embargo, cabe señalar que los cambios en la actividad económica pueden influir también en la evolución del beneficio por unidad de producto, en la medida en que los costes unitarios de los insumos tienden a ser contracíclicos. Por otra parte, aunque el gráfico B presenta un desglose estático basado en el supuesto de que precios y producto son independientes, en la realidad los datos de precios y producto vienen determinados conjuntamente.

1 Las «ramas de actividad» se refieren a la construcción, la industria, los servicios, etc. Los «sectores institucionales» se refieren a los hogares, las sociedades no financieras, etc.

2 Para un análisis de la medición de los beneficios en el ámbito macroeconómico de la zona del euro, véase el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2004. Desde entonces se vienen publicando los datos por sectores institucionales (véanse el artículo titulado «Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre del 2006, y el recuadro 9 de este Boletín).

Gráfico A Excedente bruto de explotación: total de la economía y sociedades no financieras

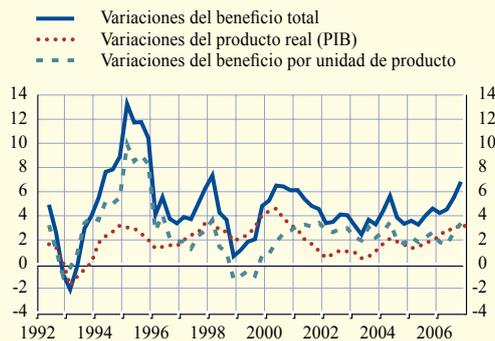
(tasas de variación interanual; datos sin desestacionalizar y sin corregir de efectos de calendario)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico B Desglose de las variaciones de los beneficios en variaciones del producto y variaciones del beneficio por unidad de producto

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos desestacionalizados y corregidos de efectos de calendario)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El repunte del crecimiento de los beneficios observado desde mediados del 2005 se ha producido pese al pronunciado aumento experimentado por los precios del petróleo y de otras materias primas durante el mismo período. La resistencia que han venido mostrando los beneficios es consecuencia, fundamentalmente, de la recuperación de la actividad económica, dado que la tasa de variación de los precios (medidos por el deflactor del valor añadido) ha descendido desde el año 2002 (véase cuadro). Sin embargo, parece que buena parte del incremento actual de los márgenes agregados procede de la industria, debido, principalmente, al fuerte aumento cíclico de la productividad del trabajo en esa rama de actividad. En la industria, la tasa de variación del deflactor del valor añadido se mantuvo, en promedio, en niveles moderados en el 2005 y 2006, reflejo de la menor presión de los precios externos sobre el valor añadido. No obstante, en la industria los márgenes registraron, en promedio, un notable crecimiento, que superó los 2 puntos porcentuales en

Evolución del indicador de márgenes por ramas de actividad

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos desestacionalizados y corregidos de efectos de calendario)

		1996-2001 ¹⁾	2002	2003	2004	2005	2006
Total de la economía	Deflactor del valor añadido	1,6	2,6	2,2	1,8	1,7	1,5
	Coste laboral unitario	1,1	2,4	1,8	1,1	0,9	0,8
	Remuneración por asalariado	2,2	2,6	2,1	2,2	1,7	2,2
	Productividad del trabajo	1,1	0,2	0,3	1,1	0,8	1,4
	Indicador de márgenes	0,5	0,2	0,4	0,7	0,7	0,8
Industria	Deflactor del valor añadido	0,6	1,3	-0,2	0,9	1,2	0,6
	Coste laboral unitario	-0,5	0,9	0,2	0,2	-1,2	-1,7
	Remuneración por asalariado	2,0	2,2	2,1	2,7	1,5	2,5
	Productividad del trabajo	2,5	1,3	1,9	2,5	2,7	4,3
	Indicador de márgenes	1,0	0,4	-0,5	0,7	2,4	2,3
«Servicios principalmente de mercado»	Deflactor del valor añadido	1,6	2,9	2,5	1,9	1,4	1,3
	Coste laboral unitario	2,1	2,5	1,6	1,0	1,2	1,6
	Remuneración por asalariado	2,1	2,5	2,2	1,7	1,8	2,1
	Productividad del trabajo	0,6	0,2	0,4	0,7	0,9	0,7
	Indicador de márgenes	-0,4	0,3	0,9	1,0	0,2	-0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El indicador de márgenes se define como la diferencia entre las tasas de variación del deflactor del valor añadido y del coste laboral unitario. A su vez, las variaciones del coste laboral unitario pueden desglosarse en variaciones de la remuneración por asalariado y de la productividad del trabajo.

1) Media del período.

ambos años, como resultado del menor crecimiento de los costes laborales unitarios. Sin embargo, hay que advertir que estos datos agregados pueden ocultar variaciones en la evolución de los beneficios a lo largo de la cadena de producción, debido a diferencias en la velocidad de transmisión de las subidas de los precios de las materias primas y en la tasa de crecimiento de la actividad. Contrastando ligeramente con la industria, la evolución de los márgenes en las ramas de «servicios principalmente de mercado» fue relativamente moderada. En efecto, se mantuvo prácticamente estable en el 2006, pese al mayor aumento del deflactor del valor añadido, como consecuencia del menor crecimiento de la productividad del trabajo y del mayor crecimiento de los costes laborales unitarios observados en esas ramas³. Con todo, cabe destacar que, en ambas ramas, el aumento generalizado de la actividad («volumen») ha favorecido también el crecimiento general de los beneficios.

En conjunto, pese a la presión de los precios externos, el crecimiento de los beneficios ha repuntado en la zona del euro desde mediados del 2005, como resultado, principalmente, de la vigorosa expansión de la actividad económica. El aumento de la rentabilidad ha fomentado la inversión, que creció en torno a un 5% en el 2006, y la creación de empleo, que se tradujo en cerca de 2 millones de nuevos puestos de trabajo en la zona del euro en el mismo año. De cara al futuro, aunque pueda observarse cierta moderación en el crecimiento de los beneficios, debido al repunte en el crecimiento de los salarios, cabe esperar que perdure esta evolución favorable, siempre que se mantenga la moderación salarial en el contexto de la actual fase expansiva de la actividad económica.

³ La rama de «servicios principalmente de mercado» se refiere a las ramas de actividad de la NACE G-K, es decir, comercio; hostelería; transporte, almacenamiento y comunicaciones; intermediación financiera; actividades inmobiliarias y de alquiler y actividades empresariales.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales disponibles, como los costes laborales por hora, la remuneración por asalariado y los salarios negociados, sugieren que, una vez ajustado de la volatilidad inducida por algunos factores transitorios, el crecimiento salarial fue moderado en el 2006 (véanse cuadro 7 y gráfico 36). La información adelantada e incompleta sobre los salarios a comienzos del 2007 apunta a la persistencia de la moderación salarial. Con todo, la evolución salarial sigue estando sujeta a riesgos alcistas, ante el vigoroso crecimiento de la actividad económica real y las tensiones existentes en el mercado de trabajo.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se mantuvo prácticamente estable, en el 2,5%, en el cuarto trimestre del 2006, tras las revisiones al alza de las cifras correspondientes a los tres primeros trimestres del año. En el conjunto del año 2006, los costes laborales por hora se elevaron un 2,5%, ligeramente por encima del crecimiento medio observado en el 2005.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

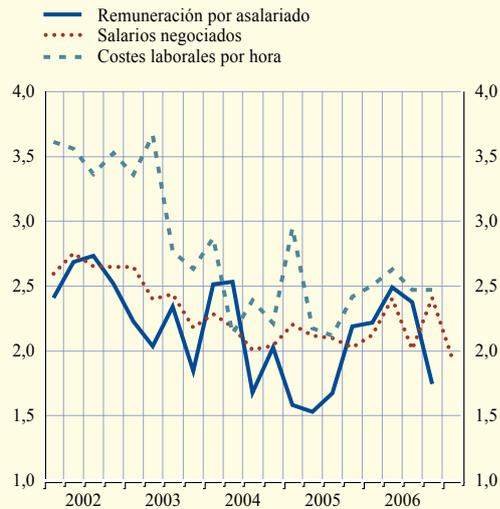
	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I
Salarios negociados	2,1	2,2	2,1	2,4	2,0	2,4	1,9
Costes laborales totales por hora	2,4	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	.
Remuneración por asalariado	1,7	2,2	2,2	2,5	2,4	1,7	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,8	1,4	1,3	1,4	1,3	1,7	.
Costes laborales unitarios	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1	0,0	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Gráfico 36 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



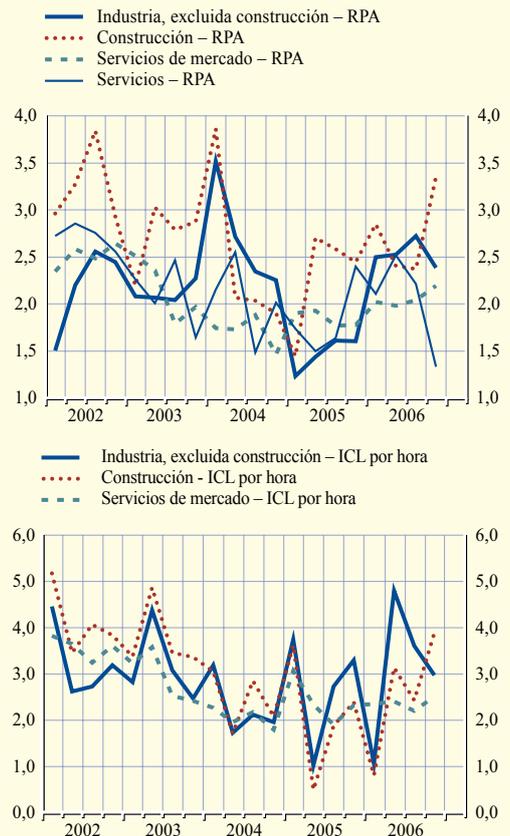
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de los salarios negociados no incluyen a Eslovenia.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió al 1,8% en el cuarto trimestre del 2006, desde el 2,4%, la cifra revisada al alza para el tercer trimestre, como consecuencia, en gran medida, de circunstancias transitorias en el sector público italiano. Ante este descenso, debido a un aumento de la productividad en el mismo trimestre, los costes laborales unitarios no experimentaron cambios en relación con el trimestre anterior. El crecimiento de los costes laborales unitarios en el conjunto del año 2006 se situó en el 0,8%, frente al 0,9% registrado en el 2005. Aunque el moderado crecimiento de los costes laborales puede haber sido consecuencia, en cierta medida, de factores estructurales (como el impacto de la globalización y la fuerte competencia mundial), así como de cambios en la composición del empleo, debido a la integración de trabajadores con retribuciones más bajas, como resultado de anteriores reformas, una situación cíclica pujante puede incrementar las presiones al alza sobre los salarios.

El crecimiento de los salarios negociados parece haberse mantenido en una senda moderada a comienzos del 2007. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro descendió al 1,9% en el primer trimestre del 2007, desde el 2,4% del trimestre anterior, como resultado, en buena medida, de efectos de base relacionados con pagos extraordinarios derivados de los convenios colectivos firmados en algunos sectores. Sin embargo, esta información ha de interpretarse con cautela, a falta de indicadores complementarios sobre la evolución de los costes laborales a principios del 2007. En efecto, existe una considerable incertidumbre respecto al impacto de las negociaciones salariales que se están llevando a cabo en la actualidad y que, en algunos casos, concluirán más tarde este año.

Gráfico 37 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 sectores, la estabilidad de los costes laborales por hora observada en el cuarto trimestre del 2006 ocultó ciertas divergencias sectoriales. Concretamente, los aumentos de los costes laborales en la construcción y los servicios de mercado compensaron la reducción de los costes laborales en la industria (véase gráfico 37). No obstante, los salarios siguieron creciendo más en la industria que en los servicios de mercado, en media interanual, lo que estuvo probablemente relacionado con el diferencial de crecimiento de la productividad entre ambos sectores. Los datos por sectores de la remuneración por asalariado indican también fuertes aumentos en la construcción y los servicios de mercado en el último trimestre del 2006, compensados por descensos en la industria, excluida la construcción, y otros servicios.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La volatilidad de los precios de la energía observada el año pasado influirá en la inflación medida por el IAPC en los próximos meses, en los que se verá atenuada por unos efectos de base, antes de acentuarse hacia finales del 2007. Las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación media interanual medida por el IAPC entre el 1,8% y el 2,2%, en el 2007, y entre el 1,4% y 2,6%, en el 2008 (véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»). Estas perspectivas siguen estando sujetas a riesgos alcistas internos. En particular, la utilización de la capacidad productiva está creciendo en la zona del euro y la situación en los mercados de trabajo está mejorando gradualmente. En consecuencia, existe el riesgo de que los salarios suban más de lo previsto, lo que originaría importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Además, en este entorno puede aumentar la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia. También pueden existir riesgos alcistas derivados de incrementos adicionales de los precios administrados. Por último, los riesgos alcistas procedentes del exterior son los relacionados con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras un crecimiento del PIB real de la zona del euro de un 0,6% en el primer trimestre del 2007, la última información procedente de los indicadores económicos a corto plazo apunta a un crecimiento sólido en el segundo trimestre, alentado por las favorables condiciones de demanda, tanto internas como externas. Los indicadores procedentes de encuestas continúan enviando señales tranquilizadoras para la industria y los servicios de la zona del euro, al tiempo que mejora la situación del mercado de trabajo. De cara al futuro, se siguen dando las condiciones para una expansión sostenida en la zona. 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

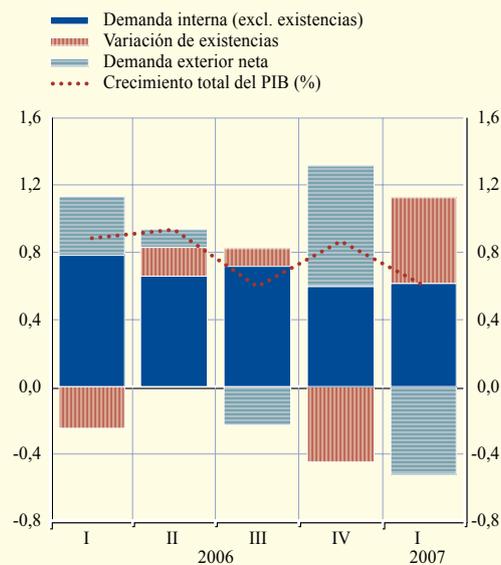
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La primera estimación de Eurostat del PIB real de la zona del euro confirmó la estimación preliminar de un crecimiento intertrimestral del 0,6% durante el primer trimestre del 2007, tras una expansión del 0,9% en el trimestre anterior. La inversión volvió a acelerarse hasta el 2,5%, mientras que las existencias realizaban una fuerte contribución positiva tras su notable caída en el cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico 38). Por el contrario, el consumo privado disminuyó un 0,1%, como reflejo del impacto de la subida del IVA en Alemania en enero del año en curso. En cuanto a la vertiente externa, las exportaciones experimentaron una acusada desaceleración durante el primer trimestre (0,3% en tasa intertrimestral), tras la expansión sorprendentemente elevada observada en el trimestre anterior, mientras que el crecimiento de las importaciones permaneció prácticamente estable. Por último, cabe recordar que la composición del crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2007 se vio afectada por una importante corrección «técnica» a la baja introducida en el dato de crecimiento de las existencias en Alemania

correspondiente al cuarto trimestre del 2006, con el fin de acomodar una distorsión estadística en la cifra de exportaciones de ese mismo trimestre, así como por ciertas fluctuaciones a corto plazo asociadas a los efectos del aumento del IVA en Alemania en enero del 2007. En el recuadro 8 se presenta un estudio más detallado de los principales factores que determinan la evolución reciente de las existencias en la zona del euro.

Gráfico 38 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 8

EVALUACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXISTENCIAS

La contribución positiva, de 0,5 puntos porcentuales, de las variaciones de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro, registrada en el primer trimestre del 2007, compensó con creces la contribución negativa, de 0,4 puntos porcentuales, observada en el cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico A). Ambas contribuciones al crecimiento fueron excepcionales. Por ejemplo, la elevada contribución del primer trimestre del 2007 fue, en términos absolutos, dos veces más alta que la media histórica. Debido

al carácter residual de las existencias en la contabilidad nacional, cualquier interpretación económicamente significativa de la volatilidad observada recientemente adolece de una gran incertidumbre. Así pues, en este recuadro se ofrece, en primer lugar, una breve descripción del papel de las existencias en las fluctuaciones cíclicas del producto real de la zona del euro. En segundo lugar, se analiza el papel que factores especiales han podido desempeñar, especialmente en Alemania, en las elevadas contribuciones de las variaciones de existencias al crecimiento del PIB real registradas en el cuarto trimestre del 2006 y el primer trimestre del 2007.

El papel de las existencias en el ciclo económico de la zona del euro

La contribución de las variaciones de existencias al crecimiento del PIB real se caracteriza por una elevada volatilidad. Para la zona del euro, la varianza de las variaciones de existencias desde 1996 (en relación con su contribución media al crecimiento intertrimestral del PIB real) es quince veces más alta que la correspondiente varianza de las contribuciones conjuntas al crecimiento de los demás componentes del gasto. Sin embargo, la volatilidad del crecimiento del PIB real de la zona del euro ha disminuido en las últimas décadas, debido, en parte, al descenso de la volatilidad de las variaciones de existencias¹. Por otro lado, las variaciones de existencias parecen coincidir ahora en mayor medida con el ciclo económico. Mientras que mostraron un claro retraso con respecto a las variaciones cíclicas del PIB hasta 1990, en la actualidad el retraso parece haber desaparecido casi totalmente.

La menor volatilidad y la mayor coincidencia en las variaciones de las existencias y del PIB real encuentran en la literatura especializada una explicación denominada hipótesis de la suavización de la producción. Según esta hipótesis, el motivo por el que se mantienen existencias es evitar los riesgos asociados a retrasos de la producción ante aumentos imprevistos de la demanda. Sin embargo, esos riesgos han disminuido con el tiempo, como resultado de mejoras en los procesos de producción (a través de la implantación de técnicas de producción *just-in-time*) y en las tecnologías de gestión de existencias (perfeccionamiento de la tecnología informática y de la gestión del transporte a través de una logística más eficiente)².

Evolución reciente de las existencias: papel de los factores especiales

La evolución excepcional de las existencias registrada en la zona del euro en el cuarto trimestre del 2006 y el primer trimestre del 2007 parece haber estado principalmente relacionada con una situación especial observada en Alemania. En primer lugar, las existencias pueden haberse agotado en Alemania en el cuarto trimestre del 2006, debido a un aumento extraordinario de la demanda ante la elevación del IVA prevista para enero del 2007, y puede haberse producido cierta reposición de las existencias a comienzos del 2007 para volver a los niveles normales. En segundo lugar, los datos de existencias de Alemania se han visto afectados por una distorsión estadística. La serie temporal de exportaciones reales de bienes desde Alemania a países no pertenecientes a la UE se ha visto afectada por un retraso en la comunicación de estas actividades, lo que distorsionó al alza los datos de septiembre, octubre y noviembre del 2006. Dado que las importaciones reales de bienes y servicios no se vieron afectadas por ese retraso informativo, y que la oficina de estadísticas de Alemania decidió que la fuerte contribución de la demanda exterior neta no debería influir en la tasa de crecimiento trimestral del PIB real en el cuarto trimestre del 2006, esta distorsión de los datos comerciales se compensó con el correspondiente ajuste a la baja de la contribución de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB real³. Al no existir esta distorsión en el primer trimestre del 2007, la contribución de la acumulación de existencias se tornó sustancialmente positiva.

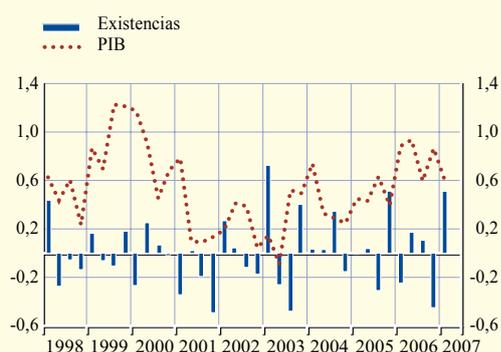
1 Véase, por ejemplo, «Quarterly report on the euro area», vol. 6, n.º 1, Comisión Europea, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, 2007, p. 37. Una conclusión similar se alcanza para Estados Unidos en McConnell, M. y G. Pérez-Quirós «Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?» (2000), *American Economic Review*, vol. 90, n.º 5, pp. 1464-1475.

2 Véase el recuadro titulado «Contribución de la variación de existencias a las fluctuaciones de los ciclos económicos», en el Boletín Mensual de junio del 2003.

3 Véase «Detailed results on the economic performance in the 4th quarter of 2006» (2007), German Statistical Office, febrero.

Gráfico A Contribución de las existencias al crecimiento del PIB

(tasas de crecimiento intertrimestral; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico B Existencias y datos de las encuestas de opinión

(contribuciones en puntos porcentuales; índices)



Fuentes: Eurostat, NTC Economics, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de la encuesta de la Comisión Europea se han invertido y las series de ambas encuestas se han corregido por la media. La serie de existencias se presenta como la media móvil de cuatro trimestres de las contribuciones al crecimiento intertrimestral del PIB real.

La evolución reciente de las variaciones de existencias en el conjunto de la zona del euro no se ha correspondido con las expectativas de las empresas recogidas en las encuestas de opinión. Dos instituciones incluyen datos sobre la evolución de las existencias en sus encuestas de opinión: NTC Economics (encuesta a los directores de compras) y la Comisión Europea⁴. El gráfico B muestra los resultados de ambas encuestas, junto con la media móvil de cuatro trimestres de la contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB real. En conjunto, en los últimos años, los indicadores de las dos encuestas han mostrado una evolución coincidente con los datos observados de existencias. Sin embargo, el acusado descenso de la contribución de las existencias registrado en el último trimestre del 2006 y el pronunciado aumento observado posteriormente en el primer trimestre del 2007 contrastan con la evolución de los datos de las encuestas. Este desfase, especialmente en el último trimestre del 2006, concuerda con la fuerte incidencia que los factores estadísticos han tenido en la evolución reciente de las existencias.

4 La encuesta a los directores de compras sobre existencias de bienes adquiridos se inició en agosto de 1977 y la encuesta de la Comisión Europea sobre existencias de productos terminados comenzó en enero de 1980. La diferencia entre bienes adquiridos y productos terminados consiste en que los primeros son materias primas que se utilizan en la fabricación de un producto, mientras que los segundos son bienes terminados todavía no vendidos o distribuidos al usuario final. La encuesta a los directores de compras incluye también resultados relativos a las existencias de productos terminados, que no se consideran en este recuadro.

La reciente publicación por parte del BCE y de la Comisión Europea (Eurostat) de las cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la zona del euro permite realizar un análisis más profundo de la evolución macroeconómica. Por ejemplo, a la hora de explicar el moderado crecimiento del consumo privado en los últimos años, estas cuentas muestran cómo el aumento de la recaudación de los impuestos sobre la renta ha compensado el crecimiento de los salarios y de las rentas de los trabajadores autónomos (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los hogares y las sociedades no financieras: información procedente de las nuevas cuentas trimestrales de los sectores de la zona del euro»).

Recuadro 9

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: INFORMACIÓN PROCEDENTE DE LAS NUEVAS CUENTAS TRIMESTRALES DE LOS SECTORES DE LA ZONA DEL EURO

El 1 de junio de 2007, el BCE y la Comisión Europea (Eurostat) publicaron, por vez primera, cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la zona del euro, incluidas las correspondientes al resto del mundo¹. Las nuevas cuentas representan un hito en el desarrollo de las estadísticas económicas y financieras de la zona. A partir de ahora, cada trimestre se publicarán «cuentas nacionales», casi completas, de la zona del euro, que incluirán tanto las cuentas económicas generales (no financieras), como las cuentas financieras y los balances financieros. Estas cuentas sustituyen al cuadro de financiación e inversión que publicaba antes el BCE. En este recuadro se presentan algunos de los datos y, a continuación, se describen las actividades no financieras para el período más reciente de los sectores hogares y sociedades no financieras. Un análisis de la evolución financiera basado en estos datos se incluye en la sección 2 del Boletín Mensual.

Cuentas trimestrales de los sectores de la zona del euro

La evolución macroeconómica y financiera viene determinada por las actuaciones de los distintos agentes de una economía. La agrupación, por sectores institucionales, de los agentes que muestran un comportamiento similar (hogares, instituciones financieras, sociedades no financieras y Administraciones Públicas) facilita enormemente la comprensión de esta evolución. Los nuevos datos proporcionan, con periodicidad trimestral, una desagregación mucho más detallada de las actividades no financieras (por ejemplo, generación de renta, asignación de la renta, consumo, ahorro e inversión) de cada sector². También elevan el grado de consistencia entre las estadísticas económicas y financieras de la zona del euro, lo que permite un análisis más integrado de la evolución financiera y no financiera.

La elaboración de estas cuentas trimestrales, completas y consistentes, de los sectores de la zona del euro es el resultado de una colaboración permanente entre el BCE y la Comisión (Eurostat), en cooperación con los bancos centrales nacionales y los institutos nacionales de estadística. La primera parte de este proceso fue la elaboración de cuentas anuales por sectores, que se publicaron en mayo del 2006 y que incluían datos desde 1999 hasta el 2004. Las nuevas cuentas trimestrales abarcan desde el primer trimestre de 1999 hasta el cuarto trimestre del 2006. De momento, las cuentas de los sectores de la zona del euro podrán consultarse aproximadamente 120 días después de finalizado el trimestre. Dado que las cuentas no están desestacionalizadas, en este recuadro se presentan comparaciones interanuales. Todos los datos están expresados a precios corrientes. Como las cuentas trimestrales de los hogares y las de las sociedades no financieras contienen información nueva en mayor medida que las de las Administraciones Públicas, instituciones financieras y resto del mundo, la descripción que figura a continuación se centra en los dos primeros sectores mencionados.

Evolución reciente del sector hogares

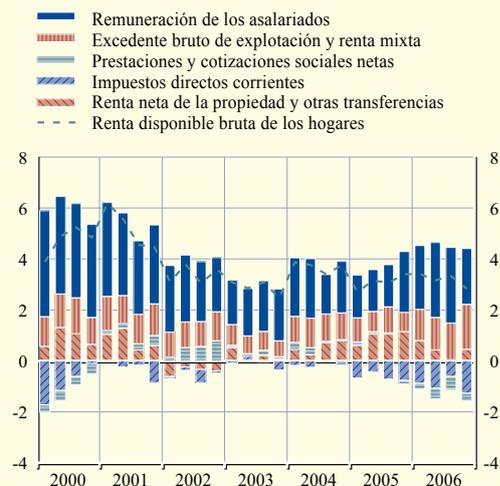
Durante el año 2006, la renta nominal disponible de los hogares siguió registrando un moderado crecimiento, incrementándose en total en un 3,2%, ligeramente por encima de la tasa de variación del 2005

1 Las cuentas completas de la zona del euro pueden consultarse en la dirección <http://www.ecb.int> (BCE). Además, las cuentas no financieras de la Unión Europea están disponibles en <http://ec.europa.eu/eurostat> (Eurostat).

2 Véase un resumen completo de las características y los conceptos de las cuentas de los sectores de la zona del euro en el documento titulado «Quarterly euro area and European Union accounts for institutional sectors (European Sector Accounts)», que puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.int/stats/acc/html/index.en.html>, y en el artículo titulado «Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2006.

Gráfico A Contribuciones a las variaciones de la renta disponible bruta de los hogares

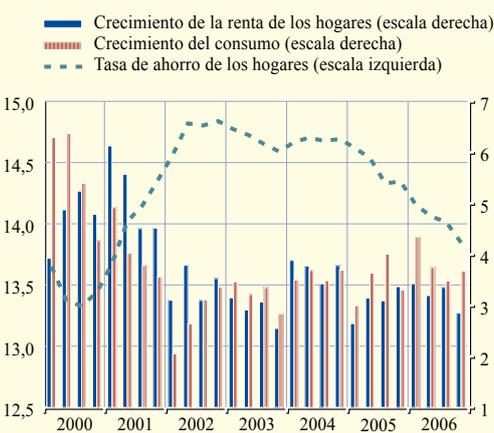
(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico B Renta disponible, consumo y tasa de ahorro de los hogares

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La tasa de ahorro de los hogares se expresa como porcentaje de la renta disponible bruta de los hogares (media móvil de cuatro trimestres).

y, prácticamente, en consonancia con la tasa media de crecimiento observada desde el 2002 (véase gráfico A). La remuneración de los asalariados (es decir, los sueldos y salarios percibidos por los hogares, más las cotizaciones sociales pagadas por los empleadores), que representa, aproximadamente, las tres cuartas partes de la renta bruta disponible nominal de los hogares, aumentó de forma sostenida durante el 2005 y el 2006, al incrementarse las tasas de crecimiento del empleo y los salarios. El «excedente bruto de explotación» y la «renta mixta», que representa otra cuarta parte de la renta de los hogares, también crecieron de forma bastante significativa durante el mismo período. Sin embargo, este crecimiento se compensó, en parte, con un incremento de los pagos de impuestos directos por parte de los hogares —principalmente de los impuestos sobre la renta— y las cotizaciones sociales netas (por ejemplo, los pagos de pensiones, prestaciones por desempleo y asistencia sanitaria).

El consumo nominal de los hogares registró un mayor crecimiento en el 2006, incrementándose en un 3,8% —el mayor crecimiento observado desde el año 2001— aunque se moderó ligeramente a lo largo del año (véase gráfico B). El consumo creció a un ritmo superior a la renta bruta disponible en todos los trimestres y, por lo tanto, se produjo un descenso de la tasa de ahorro. Desde finales del 2004, esta tasa se ha reducido en 0,8 puntos porcentuales hasta situarse en el 13,8%³. La inversión de los hogares en activos no financieros (principalmente, adquisición de vivienda nueva e inversión fija de los empresarios individuales) aumentó en forma sostenida en el 2005 y el 2006. Este comportamiento, unido a la caída del ahorro en el mismo período, significó una reducción de la capacidad de financiación de los hogares. Como consecuencia de lo anterior, los hogares redujeron sus inversiones en activos financieros (por ejemplo, valores de renta variable) durante este período. Al mismo tiempo, su riqueza financiera neta siguió aumentando notablemente, debido principalmente a las ganancias obtenidas con sus activos financieros.

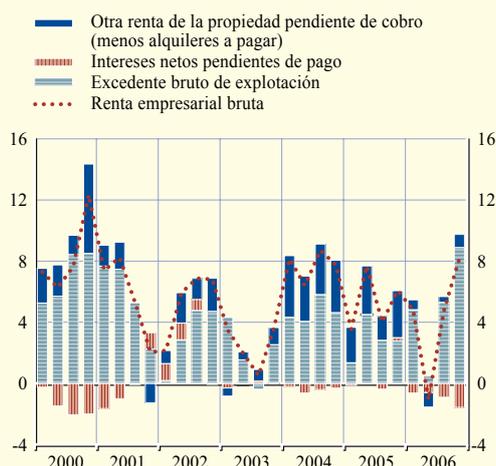
Evolución reciente del sector sociedades no financieras

El crecimiento de la renta empresarial bruta de las sociedades no financieras se moderó hasta el 4,0% para el conjunto del año 2006, con respecto al 5,3% del año anterior y al 7,7% del 2004

³ La tasa de ahorro se expresa como porcentaje de la renta bruta disponible e incluye un ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones y en las reservas de seguros de vida.

**Gráfico C Contribuciones a la renta empresarial
bruta de las sociedades no financieras**

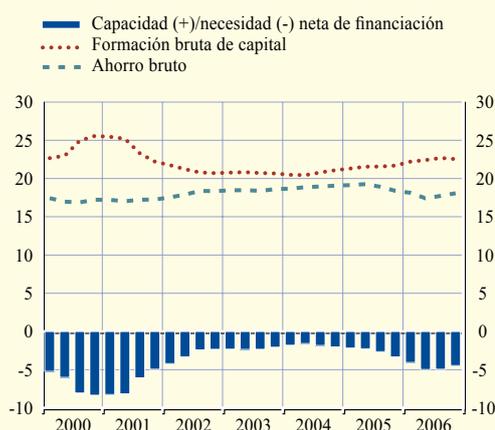
(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

**Gráfico D Renta, formación bruta de capital
y ahorro de las sociedades no financieras**

(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Las ratios se expresan como porcentaje del valor añadido bruto (media móvil de cuatro trimestres).

(véase gráfico C)⁴. El perfil trimestral fue más volátil, registrándose una abrupta caída en el segundo trimestre del 2006, a la que siguió una fuerte recuperación en el tercer y cuarto trimestres. Las variaciones de la tasa de crecimiento estuvieron determinadas, en gran medida, por las fluctuaciones del excedente bruto de explotación. La contribución de las otras rentas de la propiedad (principalmente, ingresos en concepto de dividendos y beneficios provenientes de la inversión directa en el exterior) al crecimiento de la renta empresarial bruta fue positiva en el 2006, aunque notablemente menor que en el 2004 y el 2005.

El crecimiento sostenido de la renta empresarial contribuyó a respaldar la inversión de las sociedades no financieras. La formación bruta de capital ha repuntado desde mediados del 2004, registrando la mayor tasa de crecimiento observada desde el 2001 y alcanzando casi el 23% del valor añadido bruto a finales del 2006 (véase gráfico D). Dado que los incrementos de la inversión no financiera han sobrepasado el crecimiento de los fondos propios (o beneficios no distribuidos) durante este período, las sociedades no financieras mantuvieron su posición de prestatarios netos, es decir, financiaron sus inversiones mediante la acumulación de deuda o la emisión de acciones y otras participaciones.

En la medida en que proporcionan información sobre la evolución de las cuentas financieras y no financieras de los principales sectores institucionales, sus relaciones con el resto del mundo, y sus interrelaciones, las nuevas cuentas trimestrales de los sectores de la zona del euro representan una encomiable mejora de los datos disponibles a efectos del análisis económico y financiero. En conjunto, las cuentas indican que, durante el pasado año, los hogares se han beneficiado de aumentos de los salarios y de los ingresos provenientes de los empleados por cuenta propia, pero que estos aumentos han quedado compensados, en parte, por el incremento de los pagos en concepto de impuestos sobre la renta. Por consiguiente, el crecimiento de la renta disponible nominal ha sido relativamente moderado y, aunque la tasa de ahorro se ha reducido ligeramente, el repunte del consumo nominal ha seguido siendo igualmente moderado. Durante el mismo período, la rentabilidad de las sociedades no financieras ha sido sólida, lo que ha contribuido a respaldar el vigoroso crecimiento de la inversión.

4 La renta empresarial es similar a los beneficios en la contabilidad empresarial, en la que las ganancias se contabilizan después de descontar los pagos netos de intereses, pero antes de descontar los pagos de dividendos e impuestos. Incluye el excedente bruto de explotación generado en la producción y la renta de la propiedad devengada por los activos financieros en poder de las sociedades, tanto en el país como en el exterior.

Gráfico 39 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.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El valor añadido creció en la práctica totalidad de las principales ramas de actividad durante el primer trimestre del 2007, con fuertes aceleraciones en la industria y en la construcción y sólidos avances en los servicios, aunque a un ritmo menor que en las otras dos ramas. Esta evolución esconde, sin embargo, la aceleración del valor añadido en los servicios financieros y en los servicios prestados a empresas. El mayor crecimiento del valor añadido en el primer trimestre del 2007 contrasta con el menor ritmo de avance del PIB real. Ello obedece a la contribución negativa de la rúbrica «impuestos menos subvenciones sobre los productos», que es el concepto que relaciona el valor añadido con el PIB. Esta contribución negativa podría estar relacionada con el impacto de la anticipación de la subida del IVA en Alemania en enero del 2007, que elevó la recaudación de los impuestos sobre los productos en el último trimestre del 2006.

En el primer trimestre del 2007, la producción industrial (excluida la construcción) se recuperó de la fuerte desaceleración registrada en el segundo semestre del 2006, que se debió principalmente a la contribución negativa de la producción de energía. La producción industrial creció un 0,8% en el

primer trimestre del año, frente al 0,6% del cuarto trimestre del 2006. Esta nueva aceleración obedeció sobre todo a los avances en la producción de bienes intermedios y de equipo, mientras que la expansión de la producción de bienes de consumo ha sido más moderada (véase gráfico 39). La cartera de nuevos pedidos industriales creció un 1,8% en el primer trimestre del 2007, tasa similar a la observada en el trimestre anterior. Si se excluye el componente «otro material de transporte», de gran volatilidad, el crecimiento de la cartera de nuevos pedidos ascendió un 2,3%. Además, la producción en el sector de la construcción se ha acelerado con rapidez desde comienzos del 2006 hasta alcanzar en el primer trimestre del 2007, por segundo trimestre consecutivo, un ritmo de avance del 2,5%, su tasa más alta desde 1994.

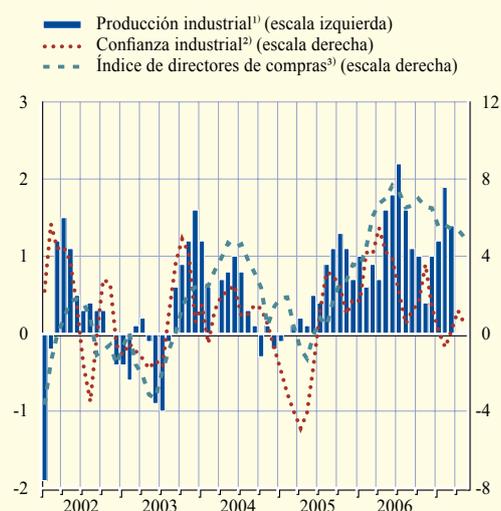
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas de opinión sectoriales disponibles hasta mayo se mantienen en niveles muy elevados, lo que indica el mantenimiento de un crecimiento intenso y generalizado durante el segundo trimestre del año.

Según indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial se redujo ligeramente en mayo, aunque se mantiene cercana a su valor máximo, alcanzado en abril. La confianza empeoró en los bienes intermedios, permaneciendo prácticamente sin cambios en los bienes de consumo y de equipo. El índice de directores de compras para las manufacturas también descendió levemente en mayo, lo que, aun indicando un crecimiento positivo, sugiere una posible desaceleración (véase gráfico 40). En cuanto a los

Gráfico 40 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.

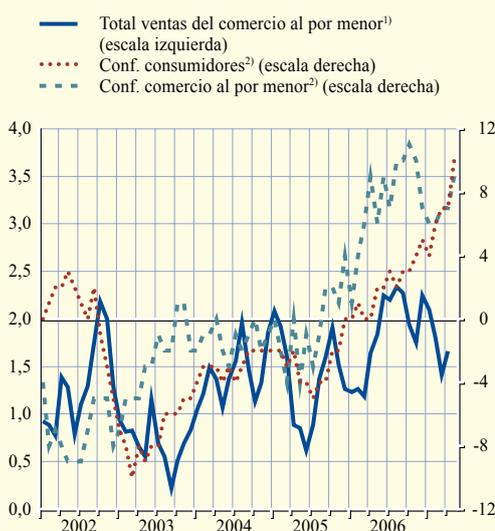
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

Gráfico 41 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.

2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

servicios, tanto el indicador de confianza de la Comisión Europea como el índice de actividad de la encuesta a los directores de compras de este sector continúan mostrando un fuerte crecimiento en el segundo trimestre del 2007. Las perspectivas para períodos posteriores al segundo trimestre son también muy positivas, ya que las previsiones de demanda en los próximos 12 meses permanecen, para ambos indicadores, por encima de su promedio de largo plazo.

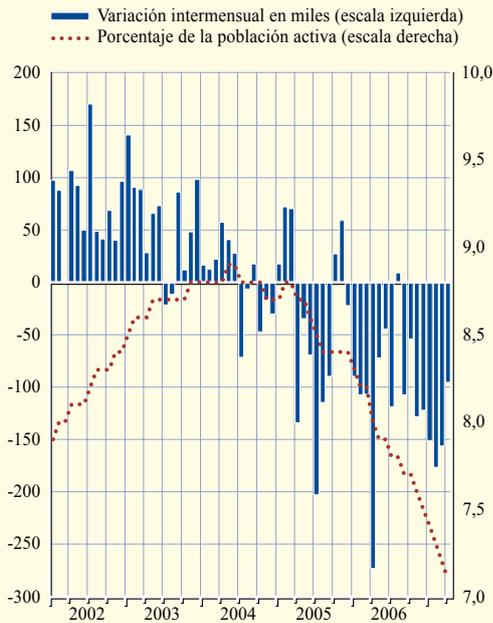
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El ritmo de crecimiento del consumo privado ha permanecido relativamente estancado desde el comienzo de la recuperación a principios del 2002. La presente tasa de crecimiento del consumo privado es inferior a la registrada a finales de la década de los noventa. Las últimas informaciones económicas disponibles sobre el gasto de los hogares continúan enviando señales contradictorias en relación con el consumo de la zona del euro durante el segundo trimestre. Por un lado, las cifras observadas permanecen estancadas, mientras que, por otro, los índices de encuestas siguen apuntando a una aceleración del consumo.

Durante el primer trimestre del 2007, el consumo privado de la zona disminuyó un 0,1%, en tasa intertrimestral, frente a un crecimiento del 0,4% en el cuarto trimestre del 2006, a consecuencia de los efectos de la subida del IVA en Alemania. Las matriculaciones de automóviles volvieron a retroceder con fuerza en abril —un 5,3% en tasa intertrimestral—, tras su caída en el primer trimestre. Los últimos datos facilitados por Eurostat de las ventas del comercio al por menor también revelaron un estancamiento. Sin embargo, la confianza de los consumidores de la zona del euro aumentó con fuerza en mayo, hasta niveles cercanos a su valor máximo del año 2000 (véase gráfico 41). De cara al futuro, la evolución de la renta real disponible, conforme prosigue la mejora de la situación del mercado de trabajo, debería alentar el consumo privado.

Gráfico 42 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos conocidos confirman la sostenida mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro. Las expectativas de empleo se mantienen en niveles altos, reforzando las favorables perspectivas del mercado de trabajo. Los indicadores procedentes de las encuestas están comenzando a detectar una cierta escasez de mano de obra.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro ha mantenido una tendencia decreciente desde comienzos del 2005. En abril del 2007, esta tasa disminuyó hasta el 7,1%, es decir, 0,1 puntos porcentuales menos que en marzo (véase gráfico 42). El número de desempleados se redujo en torno a 95.000 personas en abril, ligeramente por debajo del promedio mensual de 150.000 correspondiente a los tres primeros meses del año.

Los datos de las encuestas sobre restricciones a la producción en la industria sugieren un aumento del déficit de mano de obra, sin llegar a alcanzar los niveles de finales del 2000. Se dispone de evidencia preliminar de una ligera escasez de mano de obra en la mayoría de los países de la zona del euro. No

deben ignorarse, sin embargo, las posibles repercusiones de la globalización y de la inmigración en la moderación de las restricciones que afectan a los mercados de trabajo.

EMPLEO

El crecimiento del empleo de la zona del euro mantuvo su solidez en el cuarto trimestre del 2006, a consecuencia del dinamismo mostrado en los servicios y en la construcción (véase cuadro 8), con aumentos respectivos de los niveles de empleo de 352.000 y 170.000 personas. Las pérdidas de empleo en la agricultura

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

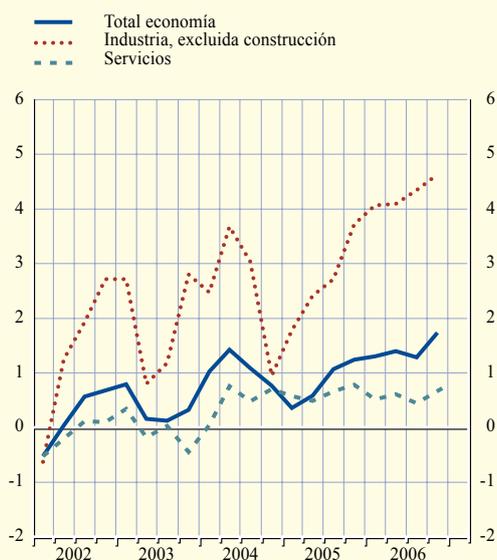
(tasas de variación respecto al periodo anterior; datos desestacionalizados)

	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.

Gráfico 43 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

(unas 26.000) y en la industria, excluida la construcción (unas 51.000), elevó la cifra total de empleo de la zona del euro en unas 445.000 personas.

El crecimiento anual de la productividad del trabajo ascendió al 1,7% en el cuarto trimestre del 2006, su tasa más alta desde el segundo trimestre del 2000 (véase gráfico 43). Las recientes estimaciones del crecimiento tendencial de la productividad del trabajo en la zona del euro sugieren que el proceso de desaceleración observado en los diez últimos años podría haber finalizado. Con todo, debe extremarse la cautela a la hora de extraer conclusiones de esos datos, a tenor del nuevo descenso registrado en abril del 2007 en el índice agregado de productividad de los directores de compras, hasta situarse en el valor más bajo de los últimos veinte meses, aun cuando —al superar el umbral de 50— sigue sugiriendo un crecimiento positivo de la productividad.

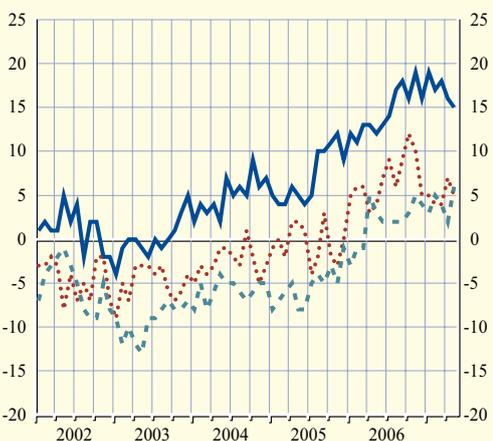
Las expectativas de empleo continuaron siendo favorables en mayo, apuntando a una evolución positiva del empleo de la zona del euro durante el primer semestre del 2007 (véase gráfico 44). Las expectativas de empleo de la encuesta de la Comisión Europea registraron una notable mejora en el sector servicios, alcanzando su nivel más alto desde mediados del 2001. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de las expectativas de empleo en la industria, aunque positivo, fue mucho más lento. En ese mismo mes, por su parte, las expectativas de empleo de la encuesta a los directores de compras permanecieron estables.

Gráfico 44 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



— Expectativas de creación de empleo en la construcción
— Expectativas de creación de empleo en el comercio al por menor
— Expectativas de creación de empleo en los servicios



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos económicos confirman las perspectivas de un crecimiento sólido y generalizado en la zona del euro, como reflejo de las favorables condiciones de demanda, tanto internas como externas. La situación del mercado de trabajo continúa mejorando, por lo que debería propiciar un mayor crecimiento del consumo privado. Las perspectivas de inversión mantienen también un tono positivo, dados los fuertes beneficios empresariales acumulados y en curso, así como las favorables condiciones de financiación y la necesidad de renovar el *stock* de capital que ha quedado obsoleto, en un entorno de elevada utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, la más alta de los últimos 15 años. Aunque las cifras a corto plazo se vieron afectadas por una distorsión estadística que infló el crecimiento de las exportaciones alemanas en el cuarto trimestre del 2006, las exportaciones deberían seguir beneficiándose del sólido crecimiento económico mundial.

En consonancia con esta valoración, las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén un crecimiento del PIB real comprendido entre el 2,3% y el 2,9% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008 (véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

Los riesgos para estas perspectivas se encuentran prácticamente equilibrados a corto plazo. Además, los riesgos a medio y largo plazo se mantienen a la baja, como consecuencia básicamente de factores externos, relacionados, sobre todo, con temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo, una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y un potencial deterioro del clima de confianza en los mercados financieros.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Tras la considerable mejora de la situación presupuestaria en el ejercicio 2006, las últimas previsiones disponibles sugieren una nueva reducción del déficit público en relación con el PIB en la zona del euro durante el período 2007-2008, derivada de una recaudación impositiva elevada y sostenida y de un moderado crecimiento del gasto, en un entorno de perspectivas macroeconómicas favorables. No obstante, una vez tenidas en cuenta las medidas transitorias y los factores cíclicos, la mejora estructural resulta más limitada de lo que indican los saldos presupuestarios nominales. En este contexto, la actual «bonanza económica» ofrece una nueva oportunidad para una rápida corrección de los desequilibrios presupuestarios pendientes y una aceleración del ajuste en pos de los objetivos a medio plazo, con el fin de alcanzar éstos a la mayor brevedad posible, y, en cualquier caso, en el 2010.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2006 Y PERSPECTIVAS PARA EL 2007 Y EL 2008

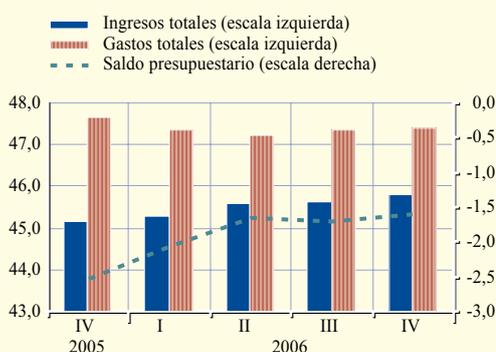
En el 2006, las finanzas públicas evolucionaron en la zona del euro por encima de las previsiones, incluso de las contenidas en los programas de estabilidad remitidos a finales del 2006 y comienzos del 2007 por los países miembros. El déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se redujo desde el 2,5% del PIB en el 2005 hasta el 1,6% en el 2006 (véase cuadro 9), como reflejo de un aumento sostenido de la ratio de ingresos públicos en los cuatro trimestres del año y de un moderado descenso de la ratio de gasto (véase gráfico 45). Esta última se vio aumentada por dos importantes medidas extraordinarias que elevaron las transferencias de capital en Italia, como consecuencia de una sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas sobre el IVA y de la asunción de la deuda de la empresa de ferrocarriles nacional durante el segundo semestre del año.

Tras la notable mejora registrada en las finanzas públicas en el 2006, se prevé la continuidad de una evolución presupuestaria favorable durante los ejercicios 2007 y 2008. Conforme a las proyecciones publicadas por la Comisión Europea en la primavera del 2007, y bajo el supuesto de estabilidad de las políticas presupuestarias, se espera un descenso de la ratio de déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro de un 1% en el 2007 y de un 0,8% en el 2008 (véase cuadro 9). El panorama que dibujan las Perspectivas Económicas de la OCDE de mayo del 2007 es muy parecido. Dentro del grupo de países actualmente incurso en procedimientos de déficit excesivo (Italia y Portugal, tras el reciente cierre de esos procedimientos en los casos de Alemania y Grecia), sólo en Portugal se esperan déficits superiores al valor de referencia del 3% del PIB en el 2007 y en el 2008, ya que la Comisión prevé un descenso del déficit a niveles inferiores al 3% del PIB durante el 2007 en el caso de Italia.

Las proyecciones para los ejercicios 2007 y 2008 apuntan a mejoras limitadas e incluso a deterioros de los saldos presupuestarios en la mayoría de los países sin déficit excesivo, pero que aún no han alcanzado sus objetivos a medio plazo (Bélgica, Alemania, Grecia, Francia, Austria y Eslovenia). Dentro del grupo de países que ya han alcanzado sus objetivos a medio plazo (Irlanda, España, Luxemburgo, los Países Bajos y Finlandia), se prevé un notable descenso de los saldos presupuestarios en Irlanda y en los Países Bajos, apuntando las proyecciones en este último país a un

Gráfico 45 Estadísticas trimestrales de las finanzas públicas de la zona del euro

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



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

Cuadro 9 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2007						
a. Ingresos totales	45,1	44,8	45,1	45,7	45,5	45,4
b. Gastos totales	48,2	47,6	47,6	47,3	46,5	46,2
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8
d. Gasto primario (b - c)	44,9	44,5	44,6	44,5	43,6	43,3
Saldo presupuestario (a - b)	-3,0	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-0,8
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,2	0,3	0,5	1,3	1,9	2,0
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,7	-2,4	-1,8	-1,2	-0,8	-0,7
Deuda bruta	69,2	69,7	70,5	69,0	66,9	65,0
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,8	2,0	1,4	2,7	2,6	2,5
Medias de la zona del euro basadas en los programas de estabilidad actualizados para 2006-2007¹⁾						
Saldo presupuestario			-2,4	-2,1	-1,4	-1,1
Saldo presupuestario primario			0,6	1,0	1,5	1,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo			-1,8	-1,7	-1,1	-0,8
Deuda bruta			70,6	69,4	67,8	66,4
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)			1,4	2,6	2,2	2,2

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados para 2006-2007 y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Datos disponibles en mayo del 2007. La media de la zona del euro en el año 2005 incluye datos del programa de estabilidad de Francia para 2005-2006.

déficit transitorio durante el 2007 y a un retorno al equilibrio presupuestario en el 2008. Las previsiones sugieren también una reducción del superávit presupuestario en España.

Las proyecciones de la Comisión Europea recogen, por lo general, una evolución presupuestaria más favorable de lo previsto en los objetivos establecidos en la última ronda de actualizaciones de los programas de estabilidad. En concreto, la ratio de déficit de la zona del euro prevista para el 2007 y el 2008 se sitúa, respectivamente, 0,4 y 0,3 puntos porcentuales del PIB por debajo de la media de los objetivos nacionales contenidos en los programas de estabilidad más recientes. Estas diferencias reflejan los previstos efectos de arrastre del inesperado aumento de la recaudación impositiva en el 2006, así como la mejora general del entorno macroeconómico. Por su parte, las medidas de saneamiento presupuestario proyectadas para el 2007 resultan limitadas y su concreción en los presupuestos del ejercicio 2008 aún está pendiente.

Tras la reducción registrada en el 2006, se prevé que la ratio de deuda pública del conjunto de la zona del euro mantenga una trayectoria decreciente y alcance el 65% del PIB en el 2008. Esta evolución refleja, a su vez, el descenso esperado de la ratio de deuda en todos los países, salvo en Portugal, donde el volumen de deuda pública en relación con el PIB continuará aumentando. Sin embargo, las previsiones apuntan a que siete países miembros de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Grecia, Francia, Italia, Austria y Portugal) aún registrarán ratios de deuda pública superiores o muy cercanas al 60% del PIB en el 2008.

FACTORES SUBYACENTES EN LA EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La mejora de las finanzas públicas de la zona del euro durante el horizonte de predicción coincide con unas perspectivas económicas más favorables, en particular, de un crecimiento del PIB real por encima de su tasa potencial en el 2007 y, en menor medida, en el 2008 (véase gráfico 46a), que induciría un

efecto cíclico positivo sobre los saldos presupuestarios. A este efecto hay que añadirle el impacto de unas medidas de saneamiento bastante limitadas, reflejadas en un aumento del saldo primario ajustado de ciclo de alrededor del 0,4% del PIB en el 2007 y del 0,1% del PIB en el 2008. Este ajuste presupuestario se beneficia asimismo de ciertos efectos transitorios, mientras que el descenso de la ratio de gasto por intereses es insignificante (véanse los gráficos 46b y 46c). Descendiendo al detalle por países, la ligera mejora del saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro refleja en buena medida los ajustes previstos en Alemania, Francia e Italia, que compensan con creces los deterioros esperados, especialmente en Irlanda y en los Países Bajos.

La moderada contracción fiscal prevista en el conjunto de la zona del euro durante el 2007 obedecería a la caída esperada de la ratio de gasto total ajustado de ciclo, que compensaría con creces la reducción de los ingresos ajustados de ciclo (véase gráfico 46d). Bajo el supuesto de la estabilidad de las políticas, las ratios de ingresos y gastos ajustados de ciclo volverían a caer en el 2008, aunque a un ritmo menor. Con arreglo a las estimaciones de la Comisión, el descenso de la ratio de ingresos reflejaría principalmente un crecimiento más lento de las bases impositivas en relación con la expansión del PIB, mientras que la evolución del gasto sería el resultado de un mantenimiento de las tendencias de crecimiento del gasto combinado con un ritmo de avance del PIB por encima de las previsiones anteriores. Por otra parte, la desaparición de las transferencias extraordinarias de capital en Italia explica una parte importante (casi 0,4 puntos porcentuales del PIB) de la reducción de la ratio de gasto de la zona del euro en el 2007.

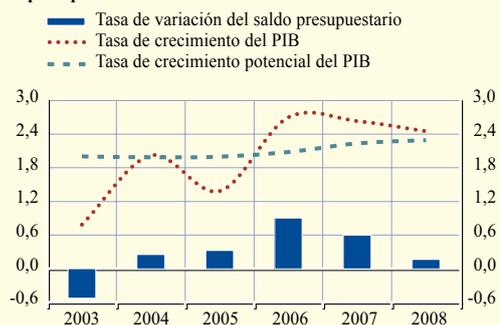
EVALUACIÓN

La inesperada mejora de las finanzas públicas en el 2006 y las favorables perspectivas económicas ofrecen una nueva oportunidad para la corrección de los desequilibrios presupuestarios pendientes. Los países deberían aprovechar el vigor del actual crecimiento económico y el aumento imprevisto de las recaudaciones impositivas para acometer, donde resulte procedente, un saneamiento presupuestario más ambicioso, evitando la adopción de

Gráfico 46 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

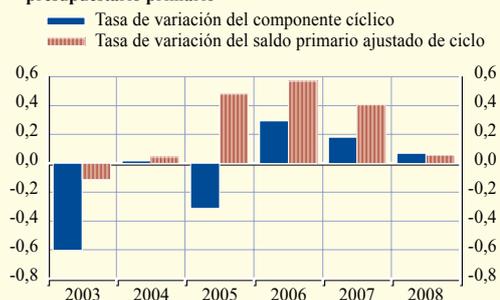
a) Crecimiento del PIB y tasa de variación interanual del saldo presupuestario



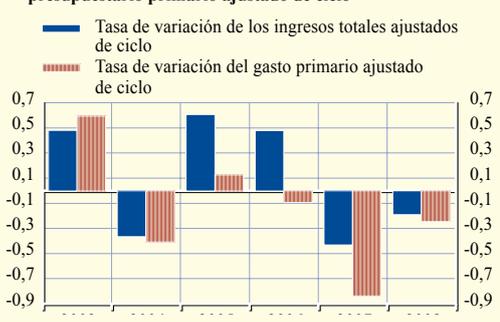
b) Tasa de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario



c) Tasa de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario primario



d) Tasa de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo



Fuentes: Comisión Europea (previsiones económicas de primavera del 2007) y cálculos del BCE.

políticas procíclicas. Esta estrategia estaría en consonancia con los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como con el compromiso alcanzado el 20 de abril de 2007 por el Eurogrupo. En este sentido, los ministros de Hacienda de los países de la zona del euro reafirmaron su apoyo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, coincidieron en la actual bonanza económica de la zona y se comprometieron a alcanzar objetivos presupuestarios concretos en los próximos años.

En particular, la extraordinaria mejora de las finanzas públicas en el 2006 debe traducirse en unos objetivos presupuestarios más ambiciosos para el 2007 y para ejercicios posteriores. Los países con desequilibrios presupuestarios deben asignar la totalidad de sus recientes ingresos extraordinarios a la reducción del déficit y resistir las llamadas a una relajación de la política fiscal. Estas medidas contribuirían a situar las ratios de deuda pública, que aún oscilan en torno a niveles semejantes —o incluso superiores— a los existentes a comienzos de la tercera fase de la UEM, en una senda decreciente sostenible.

Los países con déficit excesivos deben garantizar su corrección a la mayor brevedad posible y, en cualquier caso, en las fechas límite fijadas por el Consejo ECOFIN. Las exigencias de saneamiento incluidas en las recomendaciones y en los comunicados del Consejo deben al menos cumplirse y superarse en entornos económicos más favorables de lo previsto. En este sentido, resulta fundamental que estos países perseveren en sus estrategias de saneamiento estructural incluso tras la corrección de sus déficit excesivos.

En el caso de países sin déficit excesivo pero que aún no han alcanzado sus objetivos a medio plazo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento exige, como valor de referencia, una mejora anual de su saldo presupuestario estructural equivalente al 0,5% del PIB, y esperamedidas de saneamiento más contundentes en épocas de bonanza. Las proyecciones de la Comisión Europea correspondientes a los ejercicios 2007 y 2008 para este grupo de países sugieren una mejora del valor de referencia del 0,5% en casos muy contados. De hecho, los efectos de las medidas de saneamiento estructurales se prevén, en casi todos los casos, inferiores al valor de referencia, pese a que, dada la actual bonanza económica, existe margen suficiente para superar ese valor. En consecuencia, numerosos países deberán acometer estrategias de saneamiento más ambiciosas en el 2007 y adoptar medidas contractivas adicionales en sus presupuestos para el 2008, con el fin de alcanzar los objetivos de saneamiento requeridos. Dado el favorable entorno macroeconómico, la mayoría de los países de la zona del euro debería lograr sus objetivos a medio plazo en el 2008 y en el 2009, y todos ellos deberían alcanzarlos, como muy tarde, en el 2010, conforme al compromiso del Eurogrupo.

Los países que ya han alcanzado sus objetivos a medio plazo deberían evitar una relajación procíclica de sus políticas presupuestarias y permitir, por sistema, el funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos. Sin embargo, las proyecciones de la Comisión para el 2007 apuntan a que ciertos países de este grupo adoptarán una orientación fiscal notablemente más laxa. La apelación a la prudencia es especialmente pertinente en los países que simultanean un rápido crecimiento con desequilibrios macroeconómicos (como un excesivo crecimiento del crédito o unos elevados déficit por cuenta corriente). En estos países, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos podría implicar el mantenimiento de abultados superávit públicos en términos nominales, que proporcionarían un margen de seguridad adicional ante un repentino deterioro del clima económico.

Como se analiza en detalle en el recuadro siguiente, las políticas salariales del sector público cuentan con un mayor potencial para agravar las fluctuaciones macroeconómicas que para suavizarlas. En consecuencia, las políticas salariales del sector público de la zona del euro desempeñan una importante función de señalización en la actual situación económica.

La mejora de la calidad de las estadísticas de finanzas públicas continúa siendo un elemento clave para una supervisión eficaz de las políticas fiscales. En este sentido, deben redoblar los esfuerzos encaminados a mejorar los datos de ejecución presupuestaria y a elevar su fiabilidad.

ESTRATEGIAS PARA LA SOSTENIBILIDAD A LARGO PLAZO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas dista de estar asegurada en la mayoría de los países de la zona del euro. El envejecimiento de la población generará presiones crecientes sobre el gasto público en pensiones, sanidad y asistencia a la población dependiente¹. El logro y el mantenimiento de saldos presupuestarios equilibrados o con superávit para reducir con rapidez los ratios de deuda pública y/o a establecer fondos de contingencia sería una contribución importante a la mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, la mayoría de los países de la zona del euro aún deben introducir en sus sistemas públicos de pensiones, así como en sus políticas sanitarias y asistenciales, nuevas reformas de naturaleza sistémica y/o paramétrica. Asimismo, las reformas de los sistemas impositivos y de prestaciones sociales contribuirán a la sostenibilidad presupuestaria si logran generar unas mayores tasas de empleo y estimular el crecimiento de la productividad. Las medidas de mejora de la calidad del gasto público, preferentemente a través de una mayor eficiencia en la provisión de servicios públicos, también tenderían a reforzar esa sostenibilidad. En este sentido, la actual bonanza económica se presenta como un entorno ideal para profundizar en las reformas estructurales e introducir reglas y procedimientos eficientes en los procesos presupuestarios nacionales que propicien una gestión más eficaz del gasto público.

1 Para un análisis reciente, véase OECD Economic Outlook n.º 80, mayo del 2007.

Recuadro 10

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS DEL SECTOR PÚBLICO EN LA ZONA DEL EURO

La evolución de los salarios del sector público de los países de la zona del euro es un importante factor determinante de la evolución de los salarios del total de la economía, de los costes laborales unitarios y de la inflación. Así lo demuestra el hecho de que la masa salarial del sector público, en términos de remuneración de los asalariados del sector público de la zona del euro, representó, en promedio, más del 20% de la remuneración de los asalariados del total de la economía en el período 1999-2006 (véase la última columna del cuadro), con algunas variaciones entre los países de la zona¹. Por lo tanto, las negociaciones salariales y la evolución del empleo en el sector público y sus posibles efectos de contagio sobre otros sectores de la economía pueden influir de forma significativa en los costes laborales unitarios y las presiones inflacionistas (también a través de modificaciones de los precios administrados²) en el conjunto de la zona del euro, así como en la competitividad en términos de costes y precios de los distintos países de la zona. En el presente recuadro se analiza el comportamiento de los salarios del sector público en la zona del euro y su evolución en relación con los salarios del sector privado.

1 Cabe señalar algunas limitaciones metodológicas que afectan a la medición y comparabilidad entre países del empleo público y de la remuneración de los asalariados del sector público. Algunas de las disparidades observadas en el comportamiento de estas dos variables fiscales entre los países de la zona del euro están relacionadas con aspectos institucionales, tales como diferencias en la organización del sector público. Por ejemplo, en países en los que los hospitales son propiedad del sector público (administraciones centrales, regionales o locales), que los gestiona directamente, los correspondientes costes sanitarios aparecen en las cuentas públicas como salarios pagados directamente a los asalariados, compras de medicinas y otras rúbricas. Por el contrario, en países en los que los hospitales están gestionados por el sector privado, o por empresas públicas que no se consideran como sector público, los costes para el sector público aparecerán en otras categorías de gasto público. Esta diferencia en la organización de la prestación de servicios puede dar lugar a distintas valoraciones de la evolución de los salarios del sector público, aunque las operaciones económicas subyacentes sean muy similares.

2 Véase el recuadro titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de mayo del 2007, p. 41-44.

Remuneración por asalariado en los sectores público y privado de la zona del euro

	Tasas de crecimiento nominal, 1999-2006				Pro memoria		Participación de la remuneración de los asalariados del sector público en la remuneración total de los asalariados, media 1999-2006(%)
	Remuneración de los asalariados del sector público	Remuneración por asalariado del sector público	Remuneración de los asalariados del sector privado	Remuneración por asalariado del sector privado	PIB	Inflación medida por el IAPC	
Zona del euro	27,5	21,6	27,0	14,7	31,0	16,3	21,4
Bélgica	33,6	25,3	27,4	18,8	32,0	15,9	23,3
Alemania	0,5	8,3	9,0	7,5	15,2	11,7	14,9
Irlanda	131,7	67,0	84,7	42,2	92,1	28,0	22,5
Grecia	74,0	64,9	66,3	44,7	68,8	26,3	35,5
España	56,0	22,1	57,8	12,2	67,8	25,4	20,8
Francia	27,1	20,4	31,8	23,0	29,9	14,7	25,6
Italia	36,7	33,8	36,0	14,8	30,8	18,3	26,8
Luxemburgo	59,8	34,6	64,3	43,7	66,6	22,7	16,7
Países Bajos	37,6	24,8	27,8	26,2	35,3	19,5	19,4
Austria	3,7	16,0	23,8	15,8	28,1	13,7	19,6
Portugal	39,3	25,3	44,5	31,9	33,4	24,0	28,2
Finlandia	36,2	28,2	36,5	28,0	35,8	11,6	27,7

Fuente: Base de datos de Economic Outlook, OCDE, diciembre del 2006. Las cifras no disponibles relativas al empleo público en Alemania, Grecia y Austria se han extraído de los datos de junio del 2006.

Notas: El agregado de la zona del euro no incluye a Eslovenia, dado que ese país no formaba parte de la zona del euro en el período considerado. El concepto de remuneración total de los asalariados del sector público es el adoptado en el SEC 95. Para la definición estadística de empleo público, véase la publicación «Measuring public employment in OCDE countries: sources, methods and results», OCDE, 1997. Debido a la existencia de diferencias con fuentes alternativas de datos, las cifras de empleo público de la OCDE relativas a algunos países (en particular, España, Grecia y Portugal) han de interpretarse con cautela.

Desde el inicio de la UEM, las remuneraciones totales de los asalariados de los sectores público y privado de la zona del euro han registrado tasas de crecimiento generalmente similares³. Aunque la situación difiere notablemente de un país a otro, en el conjunto de la zona del euro la remuneración total de los asalariados del sector público ha aumentado menos que el PIB nominal. Ello significa que la participación del gasto salarial del sector público en el PIB ha ido disminuyendo, en línea con el descenso de la participación de los salarios del total de la economía y del sector privado en la renta nacional de la zona del euro.

Por el contrario, la remuneración por asalariado creció mucho más rápidamente en el sector público que en el privado en el período 1999-2006, reflejo de una evolución desigual del empleo en ambos sectores. Aunque los distintos países de la zona del euro han registrado una evolución muy diferente, en varios de ellos la remuneración por asalariado se elevó más rápidamente en el sector público que en el privado. Este fenómeno se debió a distintos factores, entre los que cabe citar las diferencias en los tipos predominantes de contrato salarial en el sector público y en el privado, la composición por cualificaciones de los asalariados en ambos sectores, la escasez relativa de trabajadores, el predominio de los contratos de trabajo a tiempo parcial y temporales, y por último, aunque no por ello menos importante, las restricciones presupuestarias frente a la presión de la competencia del sector privado.

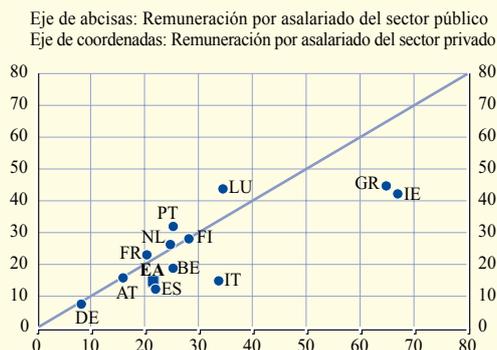
A la hora de analizar las fluctuaciones económicas agregadas es particularmente interesante observar la evolución de los salarios del sector público. La evidencia reciente respalda la conclusión de que el gasto salarial, la remuneración por asalariado y el empleo del sector público han evolucionado de forma procíclica (con desfases de uno o dos años) en la zona del euro y en los países de la zona en los últimos treinta años⁴. Ello concuerda con el punto de vista de la economía política según el cual los gobiernos tienen más dificultades en resistir las presiones para aumentar el empleo, los salarios y, por ende, el gasto salarial en

3 La remuneración de los asalariados del sector privado se calcula como la remuneración de los asalariados del total de la economía menos la remuneración de los asalariados del sector público. La remuneración por asalariado del sector privado se calcula como la remuneración de los asalariados del sector privado dividida por el número de asalariados del sector privado (asalariados del total de la economía menos asalariados del sector público menos trabajadores autónomos).

4 Véase Lamo, A., J. J. Pérez y L. Schuknecht (2007), «The cyclicity of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area», Working Paper n.º 757, BCE, mayo.

Gráfico A Remuneración por asalariado en los sectores público y privado de la zona del euro

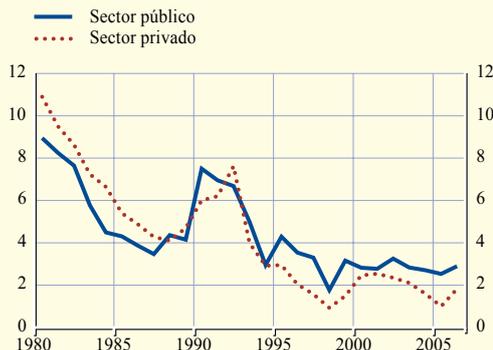
Tasas de crecimiento nominal, 1999-2006



Fuente: Véase fuente del cuadro.
Nota: El agregado de la zona del euro no incluye a Eslovenia, dado que ese país no formaba parte de la zona del euro en el período considerado.

Gráfico B Remuneración por asalariado de la zona del euro

Tasas medias de crecimiento nominal interanual, 1980-2006



Fuente: Véase fuente del cuadro.
Nota: El agregado de la zona del euro no incluye a Eslovenia.

una situación económica favorable. Del mismo modo, en una situación económica desfavorable, el gasto salarial del sector público parece ser una de las herramientas de las políticas restrictivas.

Para evaluar la incidencia de la evolución salarial del sector público en la economía, también es importante considerar los posibles efectos de contagio entre los salarios del sector público y del privado. En el período 1999-2006, hubo una clara correlación positiva entre las remuneraciones por asalariado de ambos sectores en los países de la zona del euro (véase gráfico A). A largo plazo, la remuneración por asalariado mostró una tendencia similar en los sectores público y privado de la zona del euro. Los salarios del sector público aumentaron más lentamente en los años ochenta y más rápidamente a partir de mediados de los noventa (véase gráfico B).

Sin embargo, esta correlación no indica la dirección de la causalidad, por lo que no es posible determinar si la evolución de los salarios del sector público precede o sigue a la de los salarios del sector privado. Desde un punto de vista teórico, pueden darse ambas posibilidades y la relación empírica dependerá probablemente de las circunstancias de cada país. A este respecto, el tamaño de las Administraciones Públicas y el consiguiente peso del empleo público en el mercado de trabajo nacional pueden desempeñar un papel importante. Cuanto mayor sea la masa salarial del sector público, más acusado será el posible impacto de los acuerdos salariales del sector público sobre los salarios del sector privado y sobre el nivel agregado de los salarios de la economía. Con ello aumentaría la probabilidad de que sea la evolución de los salarios del sector público la que influya en la de los salarios del sector privado. La escasa evidencia empírica proporcionada por la literatura académica parece sugerir (débilmente) que es la evolución de los salarios del sector privado la que influye en la del sector público en algunos países industriales. Sin embargo, en el caso de la zona del euro, el hecho de que los salarios del sector público crecieran más rápidamente que los del sector privado en el período 1999-2006 mostraría, por lo menos, que la evolución de los salarios del sector público no se limitó a seguir a la de los salarios del sector privado en ese período. Por el contrario, en los años ochenta, época en la que muchos países hubieron de hacer frente a la necesidad de reducir unos abultados déficit públicos, las restricciones en el empleo y los salarios del sector público pueden haber preparado el terreno para la moderación salarial en el sector privado.

Las conclusiones relativas a la prociclicidad de los salarios y del empleo en el sector público y la contribución de esos salarios a la evolución salarial del total de la economía en la zona del euro

muestran que los gobiernos han de ser particularmente prudentes en el actual ciclo expansivo. Cualquier cambio que suponga una menor contención en el empleo y en los salarios del sector público con respecto a los planes anteriores podría generar presiones agregadas de la demanda, sobrecargar los presupuestos con compromisos de gasto adicionales que se arrastrarían al próximo ciclo descendente, e incluso ejercer presiones salariales añadidas en el sector privado. En consecuencia, las políticas salariales para el sector público de los países de la zona del euro desempeñan una importante función de transmisión de señales en la situación económica actual y de apoyo de la política monetaria única con vistas a mantener la estabilidad de precios y a evitar diferenciales injustificados de salarios y de inflación en la UEM.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 24 de mayo de 2007, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento interanual del PIB real se situará, en promedio, en un intervalo comprendido entre el 2,3% y el 2,9% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) proyectada se situará entre el 1,8% y el 2,2% en el 2007 y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2008.

Recuadro 11

SUPUESTOS TÉCNICOS

Las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo y las políticas fiscales.

Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés y sobre los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 11 de mayo de 2007. Por lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo medidos por el EURIBOR a tres meses, las expectativas de mercado se basan en los tipos de interés a plazo implícitos en la curva de rendimiento en la fecha de cierre de los datos. Esto implica un aumento desde el 4,0% registrado a mediados de mayo hasta un nivel medio del 4,2% en el 2007, seguido de un nuevo aumento hasta un nivel medio del 4,5% en el 2008. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un perfil plano en torno al nivel del 4,2% de mediados de mayo, situándose, en promedio, en el 4,2% en el 2007 y en el 4,3% en el 2008. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 65,0 dólares estadounidenses por barril en el 2007 y en 69,9 en el 2008. Se considera que los precios medios anuales en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 22,0% en el 2007 y en un 4,9% en el 2008.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,36 y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 3,7% superior a la media del 2006.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

Se espera que el entorno exterior de la zona del euro continúe siendo favorable durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. Si bien se prevé un crecimiento del PIB real en Estados Unidos y Japón ligeramente inferior al registrado durante los últimos años, se espera que el crecimiento de las economías emergentes de Asia se mantenga muy por encima de la media mundial. Asimismo, se

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias.

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales ^{1),2)})

	2006	2007	2008
IAPC	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6
PIB real	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8
Consumo privado	1,8	1,7-2,1	1,6-2,8
Consumo público	2,0	1,0-2,0	1,0-2,0
Formación bruta de capital fijo	5,1	3,8-6,0	1,9-5,1
Exportaciones (bienes y servicios)	8,5	4,8-7,6	4,0-7,2
Importaciones (bienes y servicios)	8,0	4,6-8,0	3,9-7,3

1) Para cada variable y horizonte temporal considerado, los intervalos se basan en la diferencia absoluta media entre las cifras observadas y las proyecciones formuladas con anterioridad por los bancos centrales de la zona del euro. Las proyecciones sobre el PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por el número de días laborables. Las proyecciones referidas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Las tasas que figuran en la tabla incluyen a Eslovenia desde el 2006, excepto las referidas al IAPC, que sólo incluyen a Eslovenia desde el 2007. La participación de Eslovenia en el PIB de la zona del euro es del 0,3% aproximadamente

proyecta que en la mayor parte de las grandes economías el ritmo de crecimiento siga siendo dinámico. Por otro lado, se estima que los países que se adhirieron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004 seguirán registrando unas fuertes tasas de crecimiento.

En conjunto, tras registrar una tasa de crecimiento anual del 6,0% en el 2006, se considera que el crecimiento del PIB real fuera de la zona del euro se situará, en promedio, en torno al 5,1% en el 2007 y al 5,0% en el 2008. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría alrededor del 5,6% en el 2007 y del 6,9% en el 2008.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Según la primera estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se situó en el primer trimestre de este año en el 0,6%, frente al 0,9% registrado en el cuarto trimestre del año pasado. Se espera que, durante el horizonte temporal de las proyecciones, el PIB real continúe registrando tasas de crecimiento trimestrales de en torno al 0,6%. En este contexto, se proyecta que la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 2,3% y el 2,9% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, se espera que el consumo privado absorba cómodamente la subida de los impuestos indirectos de principios del 2007, como reflejo de los actuales incrementos de la renta disponible, que se estima se verá respaldada por la mejora de los mercados laborales y, también, en cierta medida, por el crecimiento de las rentas no procedentes del trabajo en un contexto de tasas elevadas de beneficios empresariales. Se proyecta que la tasa de ahorro se mantenga, en líneas generales, constante durante el horizonte temporal de las proyecciones, y que la tasa media de crecimiento anual del consumo privado se sitúe entre el 1,7% y el 2,1% en el 2007 y entre el 1,6% y el 2,8% en el 2008. Se espera que el consumo público aumente moderadamente a tasas comprendidas entre el 1,0% y el 2,0% en el 2007 y en el 2008.

La inversión empresarial debería continuar beneficiándose de las favorables perspectivas de la demanda, de los elevados beneficios empresariales y de la persistencia de condiciones de financiación favorables. Asimismo, se espera que el crecimiento de la inversión pública siga siendo superior al del PIB. En contraste, se estima que la inversión privada en vivienda registrará una desaceleración durante el período considerado, reflejando la actual moderación de los mercados inmobiliarios. En general, las proyecciones indican que la tasa media de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo se situará entre el 3,8% y el 6,0% en el 2007 y entre el 1,9% y el 5,1% en el 2008.

Aunque se espera que el crecimiento de las exportaciones siga impulsando la actividad económica, debido a que previsiblemente la demanda externa continuará creciendo a un ritmo vigoroso, se estima que las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro disminuirán ligeramente durante el horizonte temporal considerado, debido al incremento de la competencia mundial y a los efectos retardados de pérdidas de competitividad en términos de precios registradas en el pasado. En conjunto, la tasa media de variación anual de las exportaciones totales, incluidos los intercambios entre los países de la zona del euro, se situará entre el 4,8% y el 7,6% en el 2007 y entre el 4,0% y el 7,2% en el 2008. La tasa media de variación anual de las importaciones totales se situaría entre el 4,6% y el 8,0% en el 2007 y entre el 3,9% y el 7,3% en el 2008. Se proyecta que la contribución de la demanda exterior neta será prácticamente neutra durante el período considerado en las proyecciones.

Respecto al mercado de trabajo, se proyecta una continuación de la tendencia favorable observada recientemente. El empleo total crecerá de forma sostenida durante el horizonte considerado, impulsado por el crecimiento de la demanda agregada y por el supuesto de mantenimiento del alza de los costes laborales en niveles moderados // contenidos. Al mismo tiempo, se espera que la oferta de trabajo aumente como resultado de la mejora de las perspectivas de empleo y de las reformas estructurales de los mercados de trabajo llevadas a cabo en varios países de la zona del euro. Paralelamente, la tasa de desempleo seguiría descendiendo durante el período contemplado.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Desde septiembre del 2006, las tasas de inflación interanual han oscilado en niveles ligeramente inferiores al 2%, beneficiándose de las tendencias favorables de los precios de la energía. De cara al futuro, las proyecciones de inflación vienen determinadas de forma muy considerable y en distinta medida por el impacto de los impuestos indirectos y de los costes laborales unitarios. Si bien se espera que, en el 2007, la subida de los impuestos indirectos ejerza una influencia destacada sobre la inflación medida por el IAPC (con una contribución agregada de la zona del euro de 0,5 puntos porcentuales), en el 2008, las decisiones relativas a los impuestos indirectos que se conocen actualmente tendrán, en conjunto, una influencia neutra sobre la inflación medida por el IAPC. Asimismo, las proyecciones se basan en la expectativa de que el crecimiento salarial del conjunto de la economía aumentará ligeramente durante el período considerado. Debido a que se espera que el crecimiento de la productividad del trabajo se mantenga en niveles, en general, estables, se proyecta un aumento moderado del alza de los costes laborales unitarios durante el período considerado. Por último, las proyecciones referidas al IAPC se basan también en expectativas de crecimiento de los márgenes de beneficio constante —aunque ligeramente a la baja—, de presiones limitadas sobre los precios —con origen en las importaciones de bienes distintos de las materias primas— y de continuación de la contribución positiva de los precios administrados a la inflación. Como resultado de estos elementos, se proyecta que la tasa media de variación del IAPC se situará entre el 1,8% y el 2,2% en el 2007 y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2008.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DEL 2007

Por lo que se refiere al crecimiento de PIB real, el intervalo proyectado para el 2007 se encuentra en la parte superior del intervalo indicado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de marzo del 2007

(tasas medias de variación anuales)

	2006	2007	2008
PIB real - Marzo 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
PIB real - Junio 2007	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8
IAPC - Marzo 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
IAPC - Junio 2007	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6

Boletín Mensual de marzo del 2007. El intervalo correspondiente al 2008 se ha ajustado ligeramente a la baja, en consonancia con los efectos anticipados de precios de la energía ligeramente superiores a lo previsto y de un fortalecimiento del tipo de cambio del euro también superior a lo previsto. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para el 2007 se ha corregido al alza, reflejando, principalmente, el supuesto de precios de la energía ligeramente superiores a los del ejercicio anterior, mientras que el referido al 2008 se mantenido sin cambios.

Recuadro 12

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden y, por tanto, no están totalmente actualizadas. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo. Finalmente, las previsiones presentan diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (ver cuadro).

Según las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará entre el 2,3% y el 2,7% en el 2007 y entre el 2,2% y el 2,5% en el 2008. Las previsiones estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2,0% en el 2007 y entre el 1,9% y el 2,0% en el 2008. Todas las previsiones se encuadran dentro de los intervalos previstos en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Comparación entre previsiones del crecimiento PIB real y de la inflación medida por IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
FMI	Abr 2007	2,6	2,3	2,3	2,2	2,0	2,0
Comisión Europea	May 2007	2,7	2,6	2,5	2,2	1,9	1,9
OCDE	May 2007	2,8	2,7	2,3	2,2	1,8	2,0
Consensus Economics Forecasts	May 2007	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9	1,9
Encuestas a expertos en previsión económica	May 2007	2,8	2,5	2,3	2,2	1,9	1,9
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Jun 2007	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2007 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, de abril del 2007; Economic Outlook de la OCDE n.º 81 (edición preliminar); Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de relativa estabilidad a mediados del 2006, el euro comenzó a apreciarse hacia finales del año. Pese a cierta volatilidad, la apreciación continuó en el 2007 y, el 5 de junio, el euro alcanzó un nivel del 3,6% por encima de la media del 2006.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

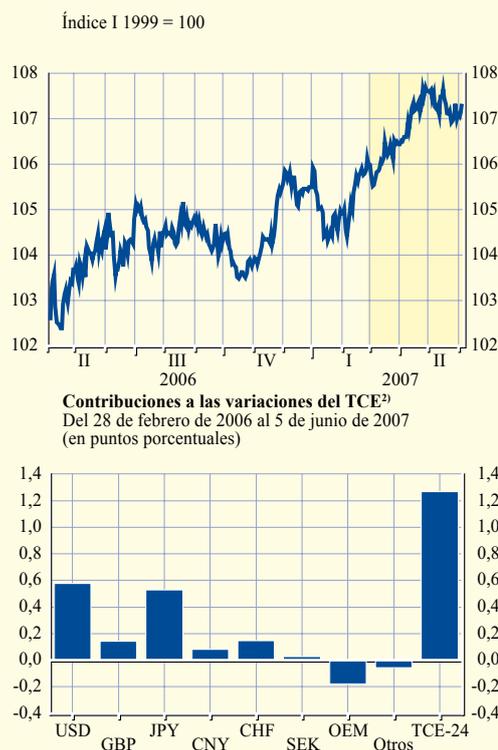
En los últimos meses, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado. Tras un período de estabilidad generalizada entre mayo y octubre del 2006, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció primero de forma acusada a lo largo de noviembre del 2006. Aunque, a principios de enero del 2007, el euro perdió parte del terreno ganado, posteriormente registró una apreciación generalizada, que se prolongó hasta finales de abril del 2007. El 5 de junio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro mostraba ya un cierto retroceso con respecto al máximo alcanzado a finales de abril, pero todavía cotizaba un 1,2% por encima del nivel de finales de febrero del 2007 y un 3,6% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 47). Medido por los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, que se basan en la evolución de los precios de consumo y de los precios industriales, el tipo de cambio efectivo real del euro se situó en abril del 2007 en torno a un 3% por encima del nivel medio observado en el 2006 (véase gráfico 48).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

La apreciación del tipo de cambio efectivo del euro es consecuencia, en gran medida, de su evolución frente al dólar estadounidense. Tras un período de estabilidad generalizada a mediados del 2006, el euro comenzó a fortalecerse frente a la moneda estadounidense en el último trimestre de ese año. Tras una acusada apreciación en noviembre, que se corrigió en parte a principios del 2007, el euro se apreció de forma relativamente constante pero moderada hasta finales de abril del 2007. El 25 de abril, el euro alcanzaba un máximo histórico de 1,365 dólares, cifra ligeramente superior al anterior máximo de diciembre del 2004. La apreciación del euro frente al dólar estadounidense desde finales del 2006 parece tener relación con un cambio en la valoración de las perspectivas cíclicas relativas de las dos áreas económicas por los participantes en los mercados. Si bien la inquietud respecto a las perspectivas de la economía estadounidense, espe-

Gráfico 47 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 28 de febrero de 2007 y el 5 de junio de 2007.

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 48 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-24 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo del 2007. En el caso de los TCE-24 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al cuarto trimestre del 2006.

cialmente en lo relativo al sector de la vivienda y al segmento del mercado hipotecario de peor calificación crediticia, se extendió más entre los participantes en los mercados, éstos estimaron que los datos económicos publicados sobre la zona del euro eran una prueba más de la solidez y el dinamismo de la expansión en el área de la moneda única. Durante el mes de mayo, el euro perdió parte del terreno ganado anteriormente, dado que los indicadores de la economía estadounidense parecen haber sido más favorables de lo que esperaban los participantes en los mercados y que se produjo un movimiento alcista de los futuros de tipos de interés de los fondos de la Reserva Federal. Al mismo tiempo, los precios de los derivados de divisas indicaron que las expectativas de una nueva apreciación del euro habían dado paso a expectativas de estabilidad a corto plazo frente al dólar estadounidense. El 5 de junio de 2007, el euro cotizaba a 1,35 dólares, es decir, un 2,4% por encima del nivel de finales de febrero y un 7,8% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 49).

YEN JAPONÉS/EURO

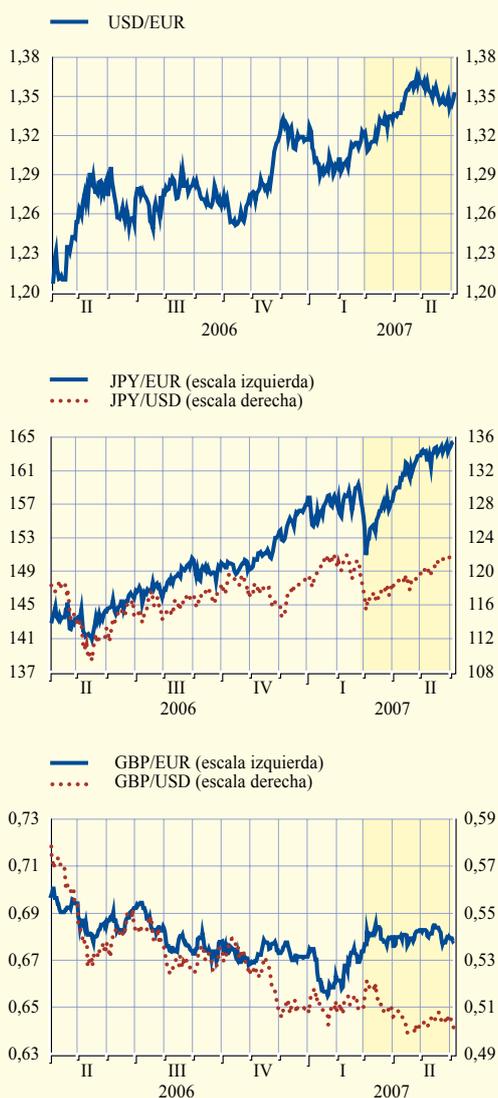
El yen japonés también se ha depreciado significativamente frente al euro en los últimos meses, lo que ha contribuido de forma notable a la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Éste, por su parte, ha mantenido la tendencia alcista general observada desde mediados del 2005, que sólo se interrumpió temporalmente en el contexto de las turbulencias más generalizadas registradas en los mercados a principios de marzo del 2007. A comienzos de abril, el euro se había recuperado de las pérdidas sufridas durante el período de turbulencias y, el 5 de junio, alcanzaba un máximo histórico de 164,42 yenes. La apreciación del euro frente al yen japonés parece guardar relación, en parte, con las percepciones de los mercados respecto a las posiciones cíclicas relativas de las dos áreas económicas, en la medida en que los mercados estimaron que los datos publicados indicaban una mayor solidez de la economía de la zona del euro en comparación con la economía japonesa. Todo ello se reflejó, al menos en parte, en un nuevo aumento de los diferenciales de tipos de interés entre los activos de la zona del euro y los de Japón. Este factor, unido a la escasa volatilidad prevista y a la elevada tolerancia al riesgo de los inversores internacionales, se ha traducido en una notable actividad de *carry trade*, en virtud de la cual, el yen japonés, una divisa con tipo de interés reducido, se ha utilizado frecuentemente como medio de financiación. Esta actividad especulativa, que hasta cierto punto también se ha reflejado en un gran volumen de posiciones cortas netas no comerciales con respecto al yen japonés, podría haber exacerbado el fortalecimiento del euro frente al yen relacionado con el ciclo económico. El 5 de junio, el euro cotizaba un 5,1% por encima del nivel de finales de febrero y un 12,6% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 49).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Al igual que en el 2006, en los cinco primeros meses del 2007, 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 50). En los tres últimos meses, el euro sólo registró movimientos más amplios frente al lats letón (una depreciación del 1,4% entre finales de

Gráfico 49 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

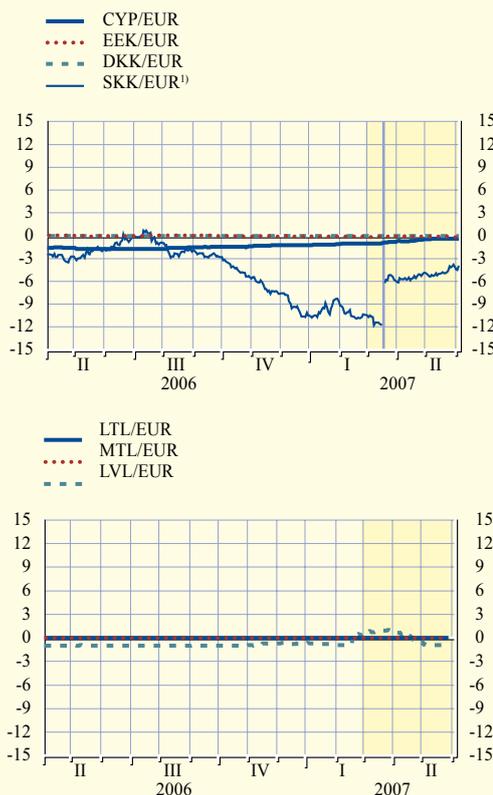


Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 28 de febrero de 2007 y el 5 de junio de 2007.

Gráfico 50 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 $\pm 15\%$. 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 euros.

febrero y el 5 de junio) y frente a la corona eslovaca (un debilitamiento del 1,2%). Tras haberse depreciado hacia el extremo inferior de la banda de intervención de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente por el Latvijas Banka, el lats letón se apreció en abril, situándose en mayo en valores próximos al extremo superior de dicha banda. El 5 de junio, el lats cotizaba a 0,697 euros, es decir, un 0,9% por encima de su paridad central.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, tras un período de estabilidad generalizada, el euro experimentó algunas oscilaciones más pronunciadas frente a la libra esterlina a comienzos del 2007. Desde finales de febrero, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina ha

vuelto a estabilizarse, cotizando la moneda única dentro de un intervalo relativamente estrecho en torno a 0,68 libras. La libra esterlina parece haberse beneficiado de las expectativas de los mercados respecto a un nuevo endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra. El 5 de junio, el euro cotizaba a 0,68 libras esterlinas, es decir, un 0,7% por encima del nivel de finales de febrero y un 0,5% por debajo de la media del 2006. Por lo que se refiere a las monedas de los otros Estados miembros más grandes, el euro se depreció frente al zloty polaco y frente al forint húngaro entre finales de febrero y el 5 de junio (un 2,7% y un 1,6%, respectivamente). Además, se depreció un 4,1% frente al leu rumano. Por último, entre finales de febrero y el 5 de junio, el euro se mantuvo, en general, estable frente a la corona checa.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de febrero y el 5 de junio de 2007, el euro se apreció aproximadamente un 2,2% frente al franco suizo, continuando así la tendencia alcista iniciada a mediados del 2006. Al parecer, esta apreciación tuvo relación, al menos en parte, con las actividades de *carry-trade*, en las que el franco suizo se utiliza como moneda de financiación. El 21 de mayo, el tipo de cambio del euro alcanzó un máximo histórico de 1,656 francos por euro. Durante ese período, la moneda única también se apreció frente a las monedas de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro, registrándose subidas especialmente pronunciadas frente al dólar de Singapur (2,5%) y frente al dólar de Hong Kong (2,4%). Al mismo tiempo, el euro experimentó una notable depreciación frente al dólar canadiense (7,2%), en la medida en que éste se vio favorecido por el mantenimiento de los elevados precios de las materias primas y por la solidez de la actividad económica en Canadá.

7.2 BALANZA DE PAGOS

En el primer trimestre del 2007, los datos de balanza de pagos indicaban una desaceleración del crecimiento de las exportaciones y las importaciones de bienes de la zona del euro en comparación con el cuarto trimestre del año pasado. A pesar de esta desaceleración, el superávit de la balanza de bienes continuó aumentando en los doce meses transcurridos hasta marzo del 2007, lo que se tradujo asimismo en un superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en el mismo período. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 229,3 mm de euros, en comparación con las salidas netas de 46,2 mm de euros contabilizadas en el mismo período del año anterior. El cambio de dirección de los flujos de capital en este período se debió, principalmente, al aumento de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

A diferencia de lo ocurrido en el cuarto trimestre del 2006, el crecimiento de las exportaciones y las importaciones provenientes de países no pertenecientes a la zona del euro experimentó una desaceleración en el primer trimestre del 2007. Las exportaciones nominales de bienes y servicios crecieron un 0,9% (en tasa intertrimestral desestacionalizada), tras el sólido crecimiento del 4,1% registrado en el cuarto trimestre del 2006. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron un 0,8%, lo que representa un nuevo descenso de la tasa de crecimiento con respecto al 1,2% observado en el cuarto trimestre del 2006 (véase cuadro 12). Si bien la desaceleración del crecimiento de las importaciones tuvo relación tanto con los bienes como con los servicios, la caída de las exportaciones fue atribuible, exclusivamente, a la evolución del comercio de bienes. Por el contrario, las exportaciones de servicios crecieron vigorosamente, aumentando un 3,1% en el primer trimestre del 2007.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios, disponible hasta febrero del 2007, indica que las exportaciones en términos reales parecen ser el principal factor determinante del descenso de las exportaciones en términos nominales. Tras haber registrado un sólido crecimiento desde el

Cuadro 12 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Feb	2007 Mar	2006 Jun	2006 Sep	2006 Dic	2007 Mar	2006 Mar	2007 Mar
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-3,7	5,4	-1,5	-1,5	3,6	1,7	-18,5	7,0
Bienes	3,7	7,2	1,5	1,4	5,8	5,3	30,5	41,9
Exportaciones	123,5	123,9	113,5	116,8	122,2	122,5	1.265,9	1.425,1
Importaciones	119,8	116,7	112,0	115,4	116,4	117,3	1.235,4	1.383,2
Servicios	4,2	4,2	3,1	2,9	3,0	3,8	36,1	38,1
Exportaciones	37,3	38,7	35,8	35,7	36,5	37,6	411,1	436,5
Importaciones	33,2	34,5	32,7	32,8	33,5	33,8	375,0	398,5
Rentas	-4,9	-0,9	-0,6	0,7	1,1	-2,0	-17,0	-2,5
Transferencias corrientes	-6,7	-5,1	-5,5	-6,4	-6,2	-5,4	-68,0	-70,5
Cuenta financiera¹⁾	-9,2	-37,9	13,0	17,0	-9,6	-1,7	89,7	56,2
Total inversiones directas y de cartera netas	13,8	63,6	25,9	-7,2	24,2	33,5	-46,2	229,3
Inversiones directas netas	-12,4	-8,1	-6,7	-14,6	-19,1	-10,9	-214,3	-154,1
Inversiones de cartera netas	26,2	71,7	32,5	7,4	43,3	44,5	168,1	383,3
Acciones y participaciones	18,2	41,7	17,0	8,4	20,4	31,4	162,6	231,7
Valores distintos de acciones	8,0	30,1	15,5	-0,9	22,9	13,1	5,5	151,7
Bonos y obligaciones	6,1	43,6	22,8	4,3	33,3	14,0	7,2	223,4
Instrumentos del mercado monetario	1,9	-13,5	-7,3	-5,2	-10,4	-0,9	-1,7	-71,7
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,5	1,1	1,6	2,2	4,1	0,9	10,8	11,0
Importaciones	2,7	-1,1	1,7	2,4	1,2	0,8	15,5	10,6
Bienes								
Exportaciones	2,8	0,3	1,9	3,0	4,6	0,2	11,1	12,6
Importaciones	4,0	-2,6	1,8	3,1	0,9	0,7	17,1	12,0
Servicios								
Exportaciones	1,4	3,7	0,8	-0,3	2,3	3,1	10,1	6,2
Importaciones	-1,8	4,1	1,5	0,2	2,3	0,9	10,4	6,3

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.

tercer trimestre del 2006, las exportaciones reales mostraron signos de debilitamiento hacia finales del 2006, para reducirse de forma acusada en enero y febrero del 2007. Si bien esta circunstancia podría interpretarse, en parte, como una normalización tras el crecimiento excepcionalmente vigoroso de las exportaciones en los meses precedentes, en el que también influyeron favorablemente los efectos estadísticos (es decir, el retraso en las declaraciones de las exportaciones en Alemania), el hecho de que la demanda exterior, pese a seguir siendo robusta, se haya debilitado en cierta medida podría explicar, también en parte, la evolución reciente de las exportaciones de bienes de la zona del euro. Los precios de exportación sólo aumentaron moderadamente.

Por lo que respecta a las importaciones, la evolución de los precios de importación siguió siendo uno de los principales factores determinantes del moderado crecimiento de las importaciones nominales en el primer trimestre. Hasta ahora, la apreciación del euro parece haber compensado, en gran medida, los efectos del repunte de los precios del petróleo. Además, el incremento actual de las importaciones reales procedentes de países con costes bajos, como China, también ha seguido produciendo un efecto moderador sobre los precios de importación (véanse más detalles en el recuadro 13).

Recuadro 13

¿ESTÁ DISIPÁNDOSE EL EFECTO MODERADOR DE LA GLOBALIZACIÓN SOBRE LOS PRECIOS DE IMPORTACIÓN?

Tras descender de forma significativa entre los años 2001 y 2004, los precios en euros de las importaciones de manufacturas vuelven a experimentar una tendencia al alza en la zona del euro. Un análisis anterior, descrito en el recuadro 6 del Boletín Mensual de agosto del 2006, mostró que la mayor integración comercial con los mercados emergentes y las economías en desarrollo había contribuido notablemente a la moderación de los precios de importación de la zona del euro. Los recientes aumentos de precios han suscitado un debate sobre si está perdiendo intensidad el efecto a la baja de las importaciones provenientes de países con costes bajos¹ sobre los precios de importación de la zona del euro, considerando que estos aumentos se registraron en un período caracterizado por la apreciación del euro, circunstancia que puede haber tenido, a priori, un efecto compensador. En este recuadro se analiza brevemente el efecto de la globalización sobre los precios de importación, examinando las dos principales dimensiones del impacto del incremento de las importaciones procedentes de países con costes bajos.

En primer lugar, dado que los niveles de precios de las importaciones provenientes de países con costes bajos siguen siendo sensiblemente inferiores a los de las importaciones procedentes de países con costes altos, la magnitud y la persistencia del efecto a la baja sobre los precios de importación de la zona del euro depende mayoritariamente del denominado «efecto composición», es decir, la medida en que la proporción de importaciones provenientes de países con costes bajos seguirá aumentando en la zona del euro. La cuota de las importaciones de la zona del euro procedentes de

Gráfico A Cuota de las importaciones de la zona del euro procedentes de países con costes bajos

(valor en euros; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación se refiere al cuarto trimestre del 2006. La desagregación geográfica se especifica en la nota 1 del recuadro.

países con costes bajos aumentó desde el 37% hasta casi el 50% entre los años 2001 y 2006, año en que experimentaron un nuevo repunte en el cuarto trimestre, con un incremento de 3,5 puntos porcentuales, la mayor variación interanual de este indicador desde el 2001 (véase gráfico A). Por lo tanto, no existe evidencia sustantiva de que se haya detenido recientemente el proceso de sustitución de las importaciones provenientes de países con costes altos por las procedentes de países con costes bajos.

En segundo lugar, el efecto moderador sobre los precios de importación de la zona del euro depende también de los diferenciales de inflación en los citados precios entre los países con costes altos y los países con costes bajos, es decir, el «efecto precio». En contraste con el acusado descenso registrado entre los años 2001 y 2004, la inflación en los precios de las importacio-

1 La desagregación geográfica incluye 29 países (y regiones) de origen que abarcan los principales socios comerciales de la zona del euro, divididos en dos grupos («países con costes altos» y «países con costes bajos») en función de los respectivos PIB per cápita. El primer grupo está integrado por Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Israel, Japón, República de Corea, Noruega, países de la OPEP, Singapur, Suecia, Suiza, Taiwán, Reino Unido y Estados Unidos. El segundo grupo comprende 15 países y regiones: Argelia, Argentina, ASEAN, Brasil, Chile, América Central y Caribe, CEI, China, India, países de Europa del este que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004, resto de África del Norte, resto de África, resto de Asia, resto de América del Sur y Turquía.

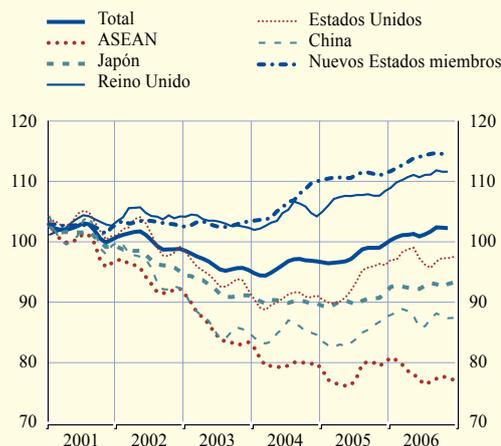
nes procedentes de China y de los países de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) repuntó a finales del 2005 e, incluso, comenzó a subir ya en el 2004 en los Estados miembros que se incorporaron a la UE ese mismo año. Sin embargo, aunque el aumento de los precios de las importaciones provenientes de los países con costes bajos podría ser, en principio, una señal de que el efecto moderador de la globalización se está disipando, no parece que éste sea el caso. La evolución de los precios de las importaciones procedentes de los demás proveedores de la zona del euro (tanto con costes altos como con bajos) ha mostrado la misma tendencia al alza (véase gráfico B). La amplia base de los incrementos observados en los precios de importación de la zona del euro indica que pueden estar relacionados con factores determinantes de los costes comunes a todos los socios comerciales de la zona. La correlación generalmente alta y positiva entre las variaciones de los precios de la energía en los mercados internacionales y las variaciones de los precios de exportación de la mayoría de los proveedores de la zona del euro, que se sitúa entre 0,5 y 0,8, sugiere que la elevación de los costes de los bienes intermedios, que se traduce en el aumento de los precios de la energía y de las materias primas, ha sido un importante factor determinante del reciente incremento de los precios de las manufacturas.

Asimismo, cabe destacar que los precios de las importaciones de manufacturas provenientes de ASEAN volvieron a mostrar una tendencia a la baja en el segundo semestre del 2006, mientras que también se observó una moderación de los precios de las importaciones procedentes de China. Dado que la inflación en los precios de las importaciones de manufacturas provenientes de los citados países se mantuvo de forma persistente en niveles inferiores a la inflación media de los demás socios comerciales de la zona del euro, la contribución del «efecto precio» siguió siendo negativa.

De cara al futuro, el efecto moderador de la globalización sobre los precios de importación de la zona del euro depende, fundamentalmente, de que los proveedores con costes bajos no pierdan la capacidad de exportar grandes cantidades de bienes a precios muy inferiores a la media internacional. Como consecuencia del desarrollo económico, los aumentos salariales y el deterioro de la relación real de intercambio, los precios de exportación de numerosos países con costes bajos pueden converger, en última instancia, a niveles más altos. Sin embargo, las considerables diferencias entre los niveles de precios de las importaciones procedentes de países con costes bajos y las provenientes de países con costes altos, asociadas al crecimiento constante de las cuotas de mercados de exportación de los primeros y a la intensa especialización de estos países en la producción y exportación de productos y variedades con precios más bajos, llevan a la conclusión de que no están disminuyendo todavía las presiones a la baja de la globalización sobre los precios de importación de la zona del euro.

Gráfico B Precios de las importaciones de manufacturas de la zona del euro procedentes de distintos países y regiones

(índices de valor unitario en euros; 2001 I = 100)

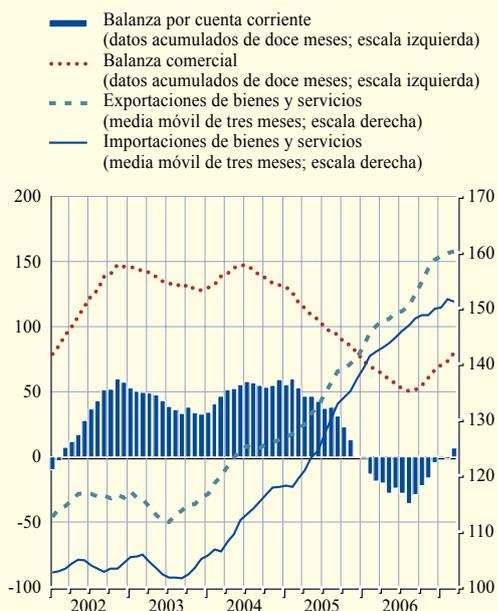


Fuentes Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación se refiere a diciembre del 2006, salvo en el caso de la zona del euro y del Reino Unido (noviembre) y de los nuevos Estados miembros de la UE (octubre). Dado que no se dispone de los precios de importación de manufacturas de los nuevos Estados miembros, en el gráfico figuran los precios totales de importación de esos países. Los nuevos Estados miembros incluyen los países de Europa del este que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

Gráfico 51 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 52 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta marzo del 2007 registró un superávit de 7 mm de euros (alrededor del 0,1% del PIB), frente al déficit de 18,5 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 51). Ello se debió, en parte, a un nuevo aumento del superávit de la balanza de bienes, que se cifró en torno a 11,4 mm de euros. Además, el déficit de la balanza de rentas se redujo en unos 14,5 mm de euros, como consecuencia de un aumento de los ingresos por este concepto, que sólo se compensó en parte con un incremento de los pagos. Por el contrario, los saldos de las balanzas de servicios y transferencias corrientes se mantuvieron prácticamente estables.

CUENTA FINANCIERA

En el primer trimestre del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas por importe de 33,5 mm de euros, como consecuencia, fundamentalmente, de unas entradas netas de inversiones de cartera (44,5 mm de euros), que compensaron con creces las salidas netas de inversiones directas (10,9 mm de euros). Las inversiones de cartera contabilizaron fuertes entradas netas de acciones y participaciones, así como de bonos y obligaciones, mientras que las salidas netas se concentraron en los instrumentos del mercado monetario (véase cuadro 12).

En el período de doce meses transcurrido hasta marzo del 2007, las entradas netas acumuladas en el agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 229,3 mm de euros, en comparación con las salidas netas de 46,2 mm de euros registradas un año antes. El cambio de dirección de los flujos netos de capital tuvo su origen, principalmente, en un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, así como en un descenso de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 52).

La evolución de las inversiones de cartera fue consecuencia, en gran medida, de un aumento de las entradas netas de bonos y obligaciones, que se debió, casi por completo, al incremento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro realizadas por no residentes. Por el contrario, el aumento de las entradas netas de acciones y otras participaciones tuvo su origen, fundamentalmente, en el descenso de las compras netas de valores extranjeros de renta variable por residentes en la zona del euro. Los diferenciales positivos entre los rendimientos de los bonos y de los valores de renta variable de la zona del euro y, por ejemplo, los de Estados Unidos, así como las expectativas de un favorable crecimiento relativo de los beneficios de las empresas de la zona, podrían haber contribuido a esta situación. Además, las favorables perspectivas económicas de la zona del euro también parecen ser un factor determinante del descenso de las salidas netas de inversiones directas, que refleja, sobre todo, un aumento de este tipo de inversiones en la zona del euro.

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 DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34

4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
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	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S45
4.8	Índices bursátiles	S46

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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	S55
6.2	Deuda	S56
6.3	Variaciones de la deuda	S57
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	S58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S60
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S65
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	S66
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	S68
7.5	Comercio exterior de bienes	S70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S74
9.2	En Estados Unidos y Japón	S75
	LISTA DE GRÁFICOS	S76
	NOTAS TÉCNICAS	S77
	NOTAS GENERALES	S83

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	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	16,2	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	15,5	3,22	3,97
IV	6,7	8,6	9,0	-	11,2	17,1	3,59	3,86
2007 I	6,8	9,0	10,0	-	10,5	16,5	3,82	4,08
2006 Dic	7,4	9,3	9,8	9,6	10,8	16,4	3,68	3,90
2007 Ene	6,6	8,9	9,8	9,8	10,6	16,2	3,75	4,10
Feb	6,6	8,8	9,9	10,2	10,3	16,1	3,82	4,12
Mar	7,0	9,5	10,9	10,4	10,5	18,0	3,89	4,02
Abr	6,2	8,9	10,4	.	10,3	.	3,98	4,25
May	.	.	.	.	.	.	4,07	4,37

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	1,5	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	2,9	4,3	83,0	1,5	7,9
III	2,1	5,4	2,5	2,8	4,2	83,8	1,5	7,8
IV	1,8	4,1	2,4	3,3	4,0	84,2	1,6	7,6
2007 I	1,9	2,9	.	3,0	3,6	84,6	.	7,3
2006 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	-	-	3,9	-	-	7,3
Mar	1,9	2,8	-	-	3,7	-	-	7,2
Abr	1,9	2,4	-	-	.	84,8	-	7,1
May	1,9	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							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	4,1	7,9	-32,8	133,4	331,6	105,5	106,0	1,3106
2006 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	-4,3	2,5	-12,4	26,2	337,5	105,4	105,9	1,3074
Mar	10,4	8,5	-8,1	71,7	331,6	106,1	106,5	1,3242
Abr	.	.	.	.	330,0	107,1	107,5	1,3516
May	.	.	.	.	.	107,3	107,6	1,3511

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

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

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema (millones de euros)

1. Activo

	2007 11 mayo	2007 18 mayo	2007 25 mayo	2007 1 junio
Oro y derechos en oro	180.495	180.215	180.024	179.995
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	142.421	142.286	142.506	143.270
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	25.002	24.569	25.006	25.379
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	14.996	15.098	14.941	15.353
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	426.145	431.243	445.739	434.509
Operaciones principales de financiación	276.001	281.000	295.503	284.501
Operaciones de financiación a plazo más largo	149.999	149.999	150.000	150.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	145	244	235	6
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	1	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	14.120	13.782	14.135	14.415
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	93.454	93.424	94.505	94.861
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.656	37.657	37.657	37.643
Otros activos	229.956	230.719	232.539	233.014
Total activo	1.164.245	1.168.993	1.187.052	1.178.439

2. Pasivo

	2007 11 mayo	2007 18 mayo	2007 25 mayo	2007 1 junio
Billetes en circulación	623.066	624.065	623.383	626.775
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	186.085	189.855	187.400	188.221
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	185.937	189.612	187.221	188.025
Facilidad de depósito	148	238	178	196
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	5	1	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	130	139	201	196
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	49.302	49.854	68.777	54.555
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	19.484	20.106	20.135	20.254
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	160	159	155	156
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	16.151	14.789	15.474	16.418
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.578	5.578	5.578	5.578
Otros pasivos	70.439	70.598	72.098	72.435
Cuentas de revalorización	125.521	125.521	125.521	125.521
Capital y reservas	68.329	68.329	68.330	68.330
Total pasivo	1.164.245	1.168.993	1.187.052	1.178.439

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
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	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	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	353.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
	15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	3,82	8
	23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	3,82	7
	30	360.182	331	284.500	3,75	3,82	3,83	7
	6 Jun	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2006	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
	31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2005	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
	14 May	Captación de depósitos a plazo fijo	2.460	7	2.460	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
IV 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
Mar	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
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	183,2	1,0	0,0	3,82
12 Jun	185,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ⁴⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	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	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9
13 Feb	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2
13 Mar	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
17 Abr	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7
14 May	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- 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)].
- 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.
- 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														
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	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
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	258,6
Feb	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,8	267,4
Mar	1.576,6	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,5
Abr ^(p)	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
IFM, excluido el Eurosistema														
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	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 Ene	26.402,3	15.074,2	806,2	9.275,8	4.992,2	3.602,0	1.296,1	644,4	1.661,5	84,6	1.219,5	4.489,5	171,8	1.760,7
Feb	26.619,9	15.159,1	803,2	9.337,0	5.018,9	3.626,6	1.293,2	658,2	1.675,1	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.779,7
Mar	27.084,2	15.332,7	801,4	9.439,2	5.092,1	3.661,0	1.281,6	686,6	1.692,9	92,2	1.238,0	4.683,3	195,0	1.881,9
Abr ^(p)	27.474,3	15.503,6	802,3	9.524,5	5.176,8	3.670,1	1.258,0	706,8	1.705,2	96,9	1.308,4	4.799,6	199,4	1.896,3

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											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	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	1.576,6	632,5	455,6	44,8	17,5	393,4	-	0,3	216,3	39,5	232,4
Abr ^(p)	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
IFM, excluido el Eurosistema											
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	25.973,9	-	13.257,2	123,2	7.891,6	5.242,4	697,7	4.242,4	1.449,7	3.996,4	2.330,5
2007 Ene	26.402,3	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.306,6	1.459,3	4.188,8	2.423,6
Feb	26.619,9	-	13.358,7	138,0	7.899,4	5.321,2	739,9	4.364,4	1.478,3	4.239,1	2.439,5
Mar	27.084,2	-	13.591,9	138,8	8.046,9	5.406,2	758,6	4.423,0	1.520,0	4.253,5	2.537,3
Abr ^(p)	27.474,3	-	13.700,7	131,6	8.097,3	5.471,8	778,9	4.447,8	1.537,3	4.402,3	2.607,4

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) 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».
- 3) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 4) 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											
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	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 Ene	20.097,2	10.102,4	826,0	9.276,4	2.137,3	1.490,5	646,8	846,3	4.850,9	186,6	1.973,7
Feb	20.284,1	10.160,6	822,9	9.337,6	2.156,7	1.496,0	660,6	836,4	4.941,3	186,6	2.002,6
Mar	20.630,4	10.261,0	821,1	9.439,9	2.175,8	1.487,0	688,7	849,9	5.042,9	209,8	2.091,2
Abr ^(p)	20.909,2	10.346,6	821,4	9.525,2	2.177,2	1.468,2	709,0	909,5	5.155,4	214,7	2.105,8
Operaciones											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	2.003,1	873,0	-14,4	887,3	10,6	-96,8	107,4	98,5	795,7	6,4	218,9
2007 Ene	292,3	84,4	-4,0	88,4	22,9	21,2	1,7	12,9	143,6	-0,9	29,3
Feb	221,7	63,2	-3,0	66,1	17,8	4,2	13,6	-10,6	123,8	0,0	27,6
Mar	348,1	104,5	-1,2	105,7	22,4	-7,3	29,6	10,0	123,5	1,2	86,5
Abr ^(p)	319,8	92,7	0,4	92,3	2,8	-17,3	20,2	58,9	152,7	0,9	11,8

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										
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	19.743,5	592,2	156,9	7.907,5	614,1	2.582,7	1.276,5	4.031,7	2.566,1	15,7
2007 Ene	20.097,2	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.618,1	1.283,7	4.225,7	2.656,8	18,4
Feb	20.284,1	578,7	189,4	7.919,2	652,5	2.660,3	1.296,2	4.278,2	2.674,2	35,4
Mar	20.630,4	588,3	183,5	8.064,4	666,4	2.700,0	1.330,7	4.293,0	2.769,6	34,5
Abr ^(p)	20.909,2	594,7	173,6	8.117,0	681,9	2.711,6	1.334,2	4.445,4	2.842,3	8,4
Operaciones										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	2.003,1	59,4	-16,2	684,3	27,0	280,4	56,7	604,6	263,8	43,1
2007 Ene	292,3	-17,0	12,2	-21,6	28,9	28,0	0,2	168,8	95,8	-3,1
Feb	221,7	3,1	19,0	16,3	11,5	49,7	6,9	85,1	6,6	23,6
Mar	348,1	9,6	-5,7	147,3	14,2	43,2	17,5	31,1	88,2	2,7
Abr ^(p)	319,8	6,4	-9,9	57,4	17,4	21,8	0,2	187,9	55,3	-16,7

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	Préstamos	9		10
	Saldo vivos											
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	3.674,8	2.954,3	6.629,1	1.096,7	7.725,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	627,7	
2007 Ene	3.686,5	2.989,2	6.675,6	1.127,6	7.803,3	-	5.478,5	2.321,7	10.770,8	9.273,9	622,1	
Feb	3.709,2	3.006,3	6.715,5	1.145,2	7.860,8	-	5.514,3	2.321,8	10.843,2	9.342,4	672,0	
Mar	3.746,6	3.064,7	6.811,3	1.188,9	8.000,2	-	5.579,7	2.300,8	10.969,4	9.442,9	767,2	
Abr ^(p)	3.736,0	3.106,5	6.842,5	1.190,7	8.033,2	-	5.609,8	2.276,3	11.087,9	9.515,4	734,3	
Operaciones												
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1	
2006	253,4	311,1	564,5	124,8	689,3	-	426,4	-114,1	1.100,7	892,1	190,9	
2007 Ene	3,1	25,5	28,6	32,6	61,2	-	31,8	-4,6	85,0	79,4	-6,1	
Feb	24,1	19,0	43,1	17,8	60,9	-	38,9	-1,2	76,2	73,5	50,6	
Mar	38,1	59,4	97,5	43,6	141,1	-	52,7	-18,7	127,8	104,0	101,0	
Abr ^(p)	-9,4	44,3	34,9	3,0	37,9	-	38,7	-22,9	124,7	79,4	-28,3	
Tasas de crecimiento												
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 Dic	7,4	11,7	9,3	12,7	9,8	9,6	8,5	-4,7	11,5	10,8	190,9	
2007 Ene	6,6	12,0	8,9	15,4	9,8	9,8	8,6	-4,8	11,3	10,6	177,8	
Feb	6,6	11,6	8,8	17,2	9,9	10,2	8,3	-4,1	10,7	10,3	243,0	
Mar	7,0	12,7	9,5	19,9	10,9	10,4	8,6	-4,9	10,7	10,5	336,0	
Abr ^(p)	6,2	12,4	8,9	19,4	10,4	.	8,7	-5,6	10,7	10,3	315,2	

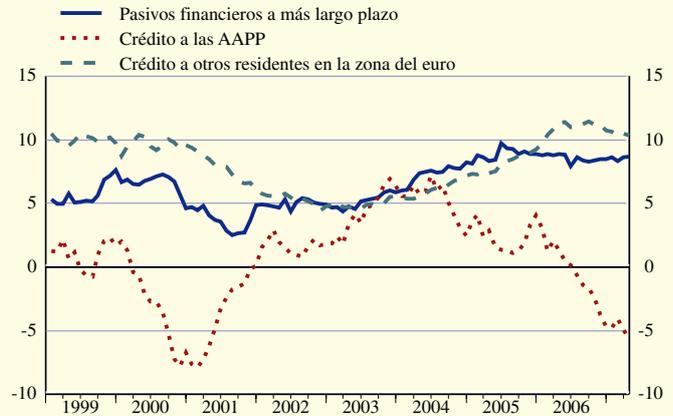
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(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) 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).
- 3) 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⁾

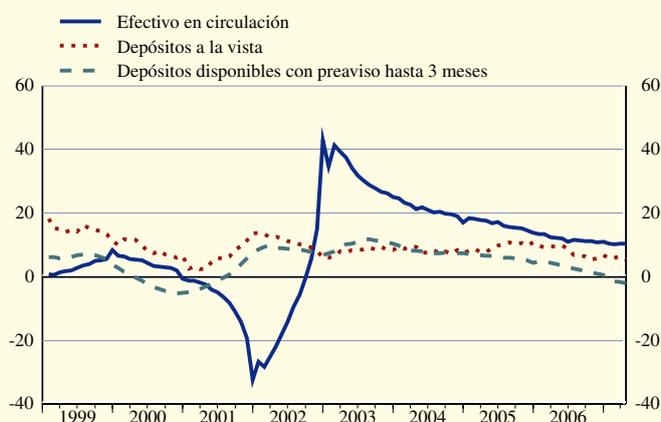
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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											
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	579,0	3.095,8	1.402,7	1.551,6	271,8	631,4	193,5	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 Ene	583,2	3.103,3	1.442,5	1.546,7	268,2	645,5	214,0	2.422,5	105,2	1.666,4	1.284,4
Feb	588,3	3.121,0	1.468,5	1.537,8	265,1	655,7	224,4	2.441,8	106,9	1.670,0	1.295,6
Mar	592,0	3.154,6	1.527,6	1.537,1	280,3	670,1	238,5	2.461,2	107,8	1.683,3	1.327,5
Abr ^(p)	597,4	3.138,6	1.573,1	1.533,5	271,6	676,0	243,2	2.467,6	108,7	1.693,5	1.340,0
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	195,8	301,8	9,4	31,0	28,8	65,0	216,3	15,5	137,8	56,8
2007 Ene	3,7	-0,7	31,4	-5,8	-3,7	15,6	20,7	18,7	2,1	9,2	1,9
Feb	5,1	19,0	27,9	-8,9	-3,0	10,8	10,0	27,2	1,6	4,4	5,6
Mar	3,7	34,4	60,1	-0,6	15,2	14,6	13,8	23,2	0,9	13,7	14,9
Abr ^(p)	5,4	-14,8	47,8	-3,5	-8,6	7,7	4,0	17,3	1,0	11,1	9,3
Tasas de crecimiento											
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 Dic	11,0	6,8	27,3	0,6	13,0	4,7	50,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Ene	10,4	5,9	29,3	-0,5	11,6	8,2	53,3	10,2	18,9	8,9	4,7
Feb	10,2	5,9	29,4	-1,4	15,2	9,6	51,2	10,7	20,7	8,2	3,4
Mar	10,5	6,3	32,2	-1,7	19,3	12,2	50,3	11,0	20,6	8,1	4,1
Abr ^(p)	10,5	5,4	31,2	-2,0	13,5	13,1	52,4	10,9	20,4	7,9	4,8

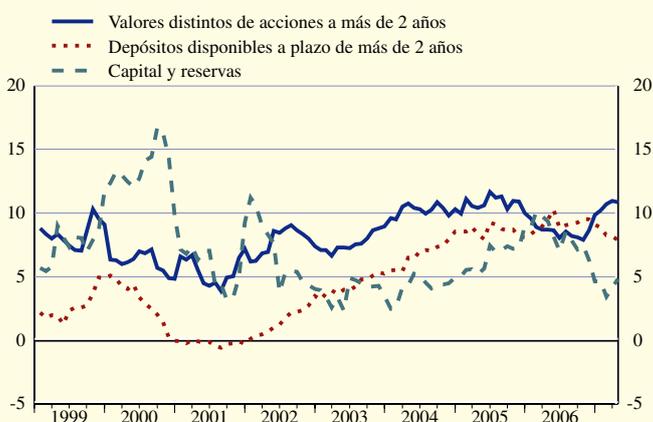
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(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	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,9	55,2	695,9	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 Ene	99,9	72,2	721,8	440,9	3.898,3	1.157,5	717,4	2.023,3
Feb	97,0	70,2	741,8	460,8	3.920,6	1.160,6	726,1	2.033,9
Mar	98,5	71,6	774,7	488,6	3.955,8	1.170,5	738,7	2.046,6
Abr ^(p)	105,6	79,3	794,6	502,6	3.997,0	1.187,2	749,2	2.060,6
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,2	13,9	81,8	57,7	442,0	96,3	123,1	222,6
2007 Ene	17,0	17,0	16,8	19,1	39,1	14,9	7,1	17,1
Feb	-2,8	-2,0	21,1	20,7	24,9	3,9	9,3	11,7
Mar	1,6	1,5	33,0	28,1	40,5	10,8	13,3	16,3
Abr ^(p)	7,1	7,8	21,9	15,1	44,3	17,6	11,2	15,5
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,2	33,3	13,3	15,6	13,0	9,3	20,8	12,4
2007 Ene	30,5	37,1	11,4	13,2	13,2	9,8	20,4	12,7
Feb	28,7	37,0	10,7	12,3	12,6	9,1	19,6	12,3
Mar	20,5	25,9	16,0	19,6	12,4	9,3	18,8	12,1
Abr ^(p)	20,2	26,5	16,3	18,2	12,2	8,8	18,9	11,9

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)}

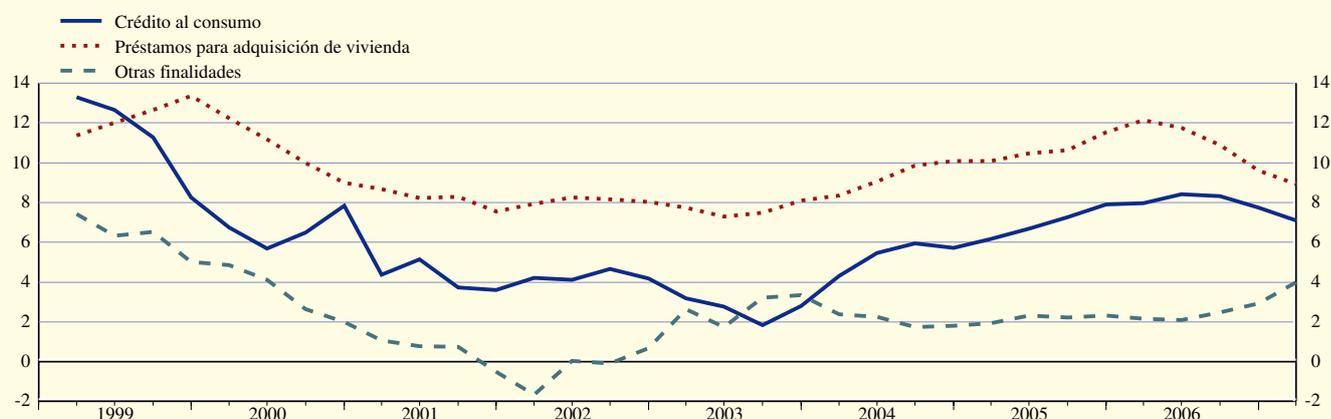
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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													
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	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 Ene	4.555,8	587,0	134,7	202,2	250,0	3.230,5	15,3	72,4	3.142,8	738,3	145,3	100,9	492,1
Feb	4.577,6	585,2	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	4.610,2	590,1	133,3	202,9	253,8	3.271,3	16,1	71,8	3.183,4	748,8	147,7	102,2	499,0
Abr ^(p)	4.627,3	593,5	134,6	202,9	256,0	3.286,0	15,8	71,8	3.198,4	747,8	146,6	102,5	498,7
Operaciones													
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	345,2	42,7	8,2	4,8	29,6	281,6	1,5	4,6	275,6	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 Ene	15,5	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	17,0	-0,3	0,4	17,0	-0,3	-1,2	-0,7	1,6
Feb	22,9	-1,3	-2,2	-0,6	1,5	21,9	0,3	0,1	21,5	2,4	0,4	-0,1	2,0
Mar	30,6	4,5	1,0	1,5	2,1	19,2	0,6	-0,4	19,0	6,9	1,7	1,2	4,1
Abr ^(p)	18,9	4,0	1,3	0,1	2,6	15,5	-0,4	0,0	15,8	-0,6	-1,0	0,4	0,0
Tasas de crecimiento													
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 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Ene	8,0	7,3	6,2	2,0	12,6	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	7,9	7,1	6,8	1,7	12,0	8,9	13,8	6,3	9,0	4,0	1,7	3,9	4,7
Abr ^(p)	7,6	6,9	7,2	1,1	11,9	8,6	12,5	6,4	8,6	3,8	1,2	4,9	4,3

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)}

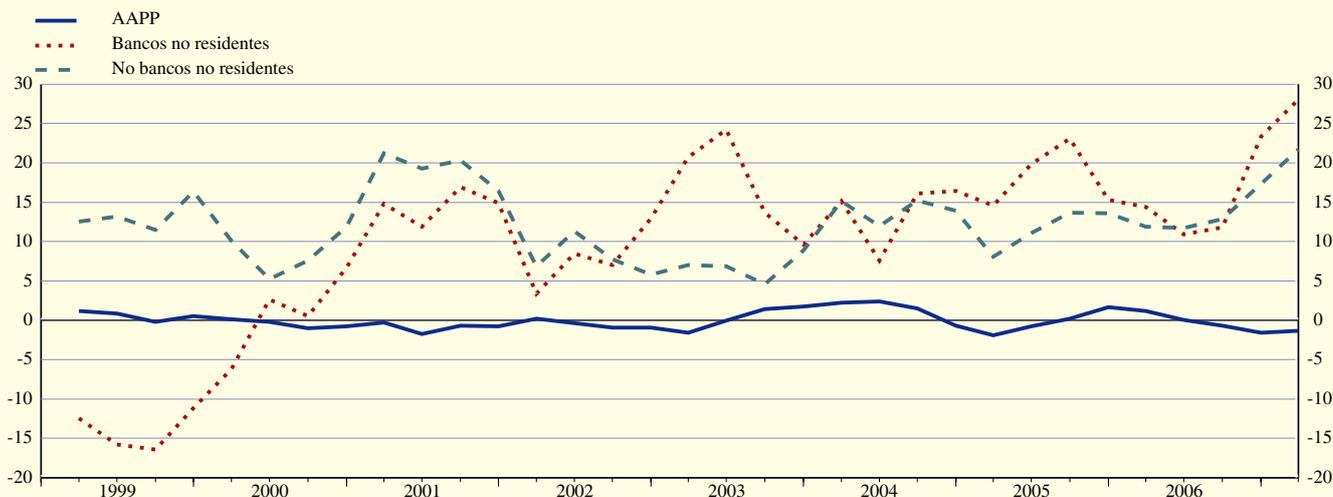
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	816,0	118,3	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
II	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
III	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
IV	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I ^(p)	801,4	96,6	225,2	453,6	26,0	3.169,0	2.260,3	908,7	63,2	845,5
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	-10,7	-6,6	-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	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
IV	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	218,6	166,9	51,7	-2,7	54,4
2007 I ^(p)	-8,2	-7,4	-6,3	5,5	0,1	271,9	217,2	54,8	0,2	54,6
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	-8,2	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
Jun	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,5	23,3	17,4	-4,2	19,4
2007 Mar ^(p)	-1,3	-15,7	-6,1	5,9	-11,0	26,1	28,0	21,7	0,7	23,6

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)}

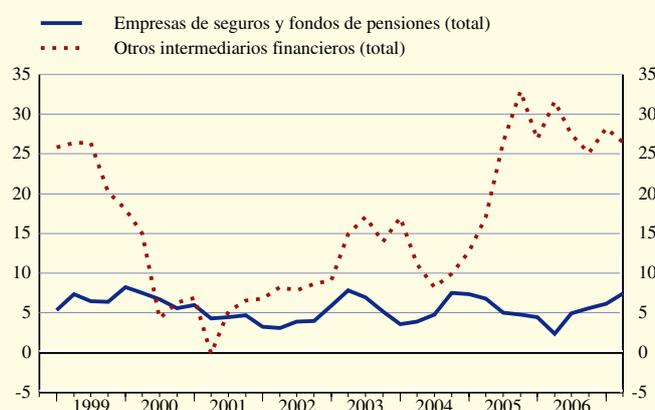
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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														
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	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.141,3	283,1	252,8	469,4	10,6	0,2	125,1
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	657,0	69,4	58,3	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,5	299,9	247,2	480,3	10,3	0,2	138,6
Mar	658,6	72,2	58,2	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,5	318,3	266,7	502,9	11,4	0,3	151,0
Abr	666,4	70,3	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.264,2	306,6	277,2	517,0	11,3	0,3	151,7
Operaciones														
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	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,8	45,1	68,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 Ene	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	33,3	23,6	-6,6	5,1	-0,3	0,0	11,5
Feb	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	1,2	-6,8	0,8	5,3	-0,1	0,0	2,0
Mar	1,6	2,8	0,0	0,2	0,0	0,0	-1,3	75,1	18,6	19,9	22,9	1,1	0,1	12,5
Abr	7,5	-2,3	5,1	3,3	-0,1	0,0	1,5	16,2	-11,0	11,4	15,0	0,0	0,0	0,8
Tasas de crecimiento														
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 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,3	19,3	37,4	38,9	2,9	-	4,0
2007 Ene	5,6	-0,8	15,7	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,7	4,7	-	5,4
Feb	6,9	1,2	23,4	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,1	30,2	35,0	1,2	-	4,9
Mar	7,5	10,2	15,7	5,9	-2,9	-14,3	16,0	26,5	15,3	37,1	34,6	4,1	-	12,4
Abr	6,0	3,1	25,6	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	21,9	9,5	25,6	34,5	8,5	-	7,2

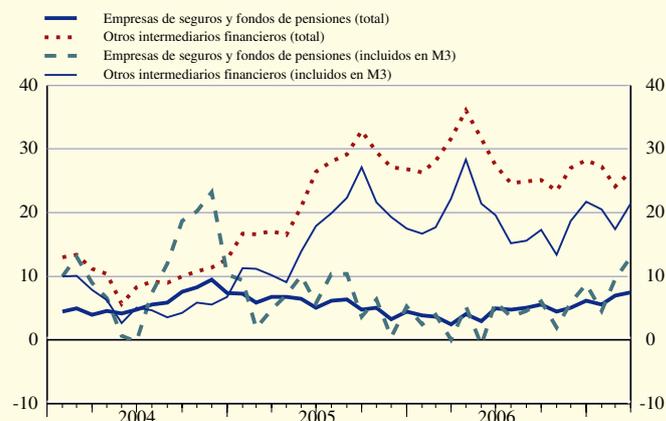
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

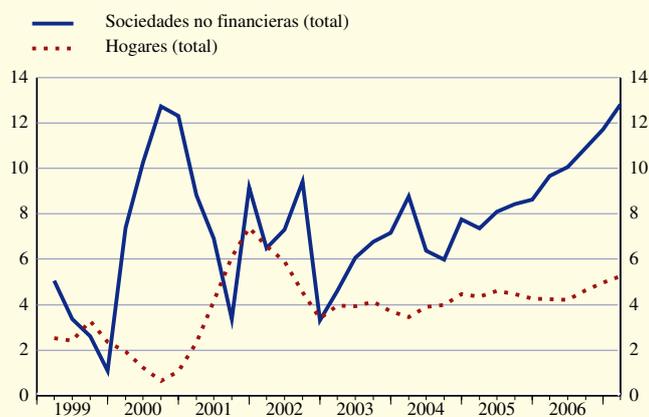
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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														
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	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	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	1.304,4	808,6	360,4	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	1.347,3	832,9	378,0	68,6	39,4	1,3	27,0	4.591,4	1.727,8	746,6	593,1	1.342,1	105,4	76,4
Abr ^(p)	1.348,0	833,4	382,4	68,5	37,9	1,3	24,5	4.616,7	1.746,8	764,9	587,0	1.336,4	105,7	76,0
Operaciones														
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	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 Ene	-45,0	-46,3	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,7	-5,4	1,0	1,8	2,9
Feb	3,1	1,8	1,8	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
Mar	43,5	24,6	18,0	-0,5	1,4	-0,7	0,7	29,6	10,5	25,1	-4,1	-4,9	1,6	1,4
Abr ^(p)	2,2	1,2	5,1	0,0	-1,5	0,0	-2,6	26,3	19,2	19,0	-6,1	-5,7	0,3	-0,4
Tasas de crecimiento														
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 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
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	19,9	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
Mar	12,8	11,9	22,2	-2,6	-16,2	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,3	-4,8	-1,9	22,1	38,7
Abr ^(p)	11,7	11,1	20,9	-3,7	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4

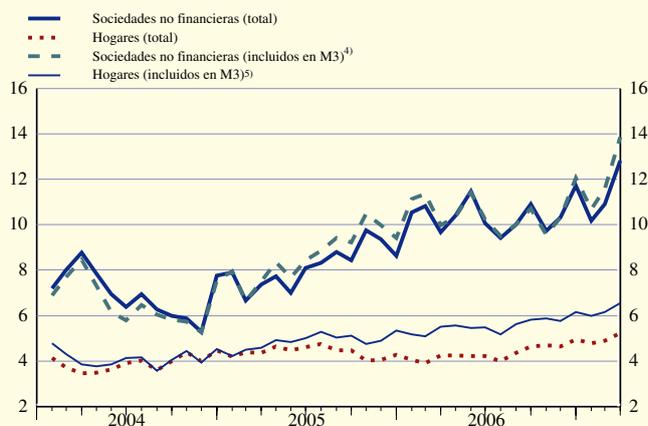
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(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)}

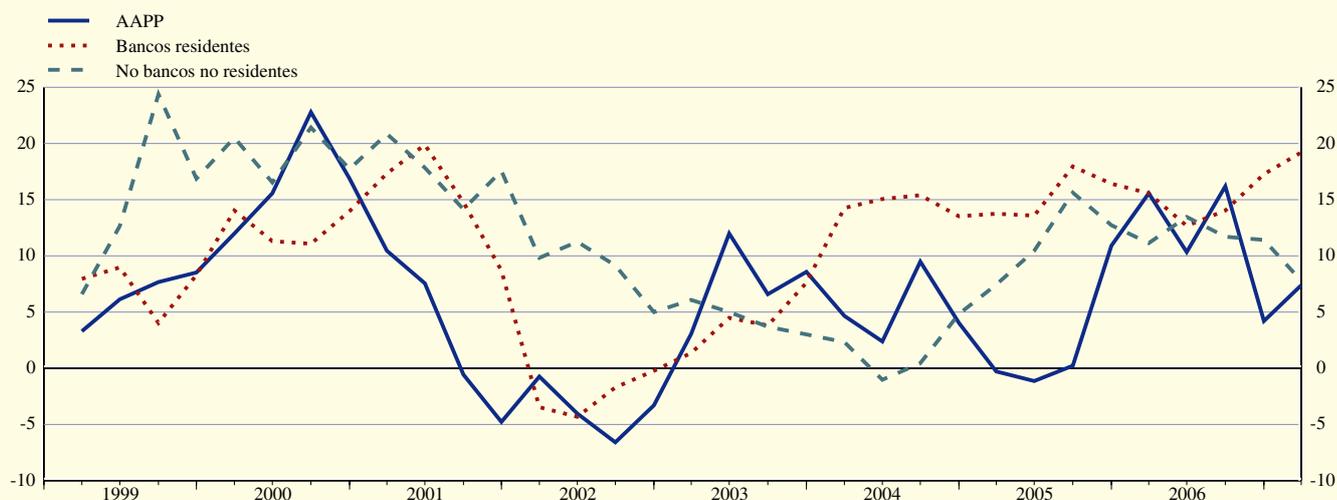
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	328,0	123,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I ^(p)	337,9	138,8	42,1	88,9	68,2	3.661,8	2.781,3	880,4	133,6	746,9
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
IV	-7,7	-25,0	3,8	6,1	7,4	98,5	104,0	-5,5	-4,8	-0,7
2007 I ^(p)	8,8	14,9	-3,4	-3,3	0,5	254,4	240,3	13,1	4,8	8,3
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	4,2	-17,2	18,4	10,8	51,4	15,7	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 Mar ^(p)	7,4	-6,5	10,3	12,3	39,2	16,3	19,2	7,8	4,1	8,4

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.

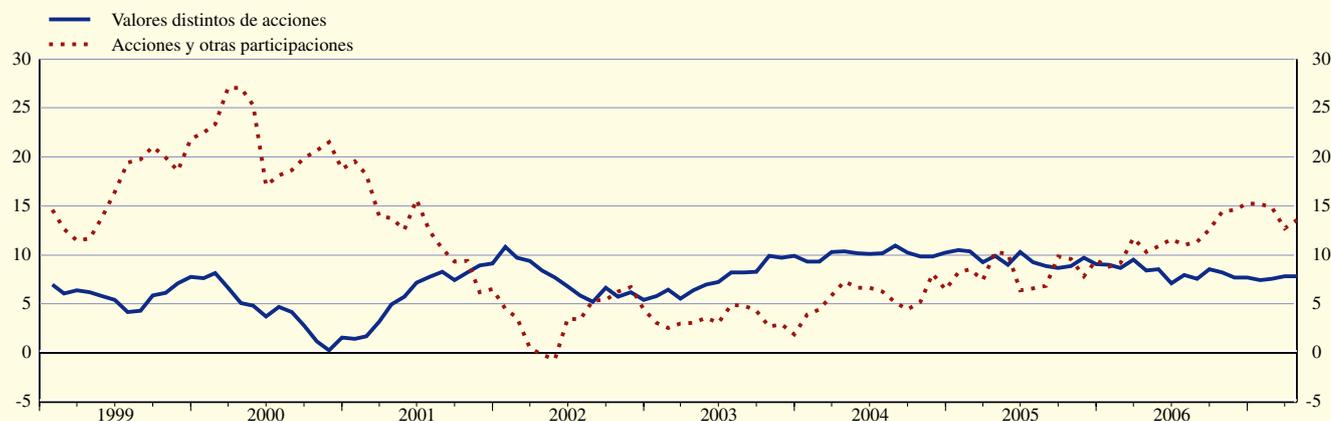
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(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												
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	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 Ene	4.756,2	1.586,4	75,1	1.279,9	16,2	613,8	30,6	1.154,2	1.528,4	386,0	833,5	308,9
Feb	4.791,0	1.596,5	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,4	1.541,8	395,9	823,7	322,3
Mar	4.842,4	1.616,4	76,5	1.266,0	15,6	652,5	34,1	1.181,4	1.569,7	401,0	837,0	331,6
Abr ^(p)	4.861,2	1.628,5	76,6	1.242,7	15,3	672,5	34,3	1.191,2	1.647,6	412,1	896,3	339,2
Operaciones												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 Ene	82,0	25,0	1,9	15,8	-0,6	-1,4	3,3	38,0	34,0	7,2	12,9	13,9
Feb	45,0	10,0	4,7	-3,5	0,0	11,2	2,3	20,2	12,7	9,9	-10,7	13,5
Mar	61,3	20,5	-1,4	-10,3	-0,2	28,0	1,9	22,9	23,5	4,8	9,9	8,8
Abr ^(p)	32,4	12,3	1,4	-22,9	0,0	19,2	0,9	21,4	75,3	9,2	58,9	7,2
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Ene	7,4	8,2	24,9	-9,3	-2,5	17,9	31,4	23,9	15,2	17,2	13,2	18,3
Feb	7,5	7,6	26,1	-9,0	-4,8	17,5	41,6	24,4	14,9	22,2	9,2	22,0
Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,4	21,4	40,2	25,0	12,7	21,4	5,4	23,7
Abr ^(p)	7,8	8,4	15,8	-11,7	-4,9	22,6	36,5	25,9	13,5	21,1	5,8	28,5

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
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	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,6	-0,1	-0,1	-2,3	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 Jan.	-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	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
Abr ^(p)	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2

2. saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-12,7	-3,0	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 Jan.	-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	-0,6	0,3	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1
Abr ^(p)	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 Jan.	-0,5	-1,4	0,0	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	3,0	0,4	2,4	0,1
Feb.	1,6	0,3	-0,1	0,8	0,0	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	1,5	-0,1
Mar	-3,7	-0,4	0,0	-1,1	0,0	-1,1	0,0	-1,0	4,3	0,3	3,4	0,6
Abr ^(p)	-0,5	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	0,8	-0,2	-1,2	3,7	1,9	1,4	0,4

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 IFM^{1) 2)}

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	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	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I ^(p)	5.406,2	90,6	9,4	5,6	0,5	1,5	1,1	8.185,7	96,3	3,7	2,3	0,3	0,2	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	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I ^(p)	2.781,3	46,3	53,7	34,7	2,2	2,5	11,3	880,4	51,6	48,4	31,3	1,6	2,2	9,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	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	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I ^(p)	4.671,8	80,7	19,3	9,8	1,6	1,9	3,6

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 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.

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM^{1) 2)}

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	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	4.656,2	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
II	4.730,2	-	-	-	-	-	9.591,3	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	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I ^(p)	5.092,1	-	-	-	-	-	10.240,6	96,4	3,6	1,6	0,2	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	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I ^(p)	2.260,3	51,6	48,4	28,1	1,9	2,5	10,7	908,7	41,4	58,6	41,3	0,9	4,0	8,5

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							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	2.002,8	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	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I ^(p)	1.692,9	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,1	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
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	537,7	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	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
IV	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I ^(p)	549,8	52,1	47,9	29,4	0,6	0,5	14,3	631,6	38,6	61,4	37,3	4,9	0,7	13,5

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 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.
- 4) 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

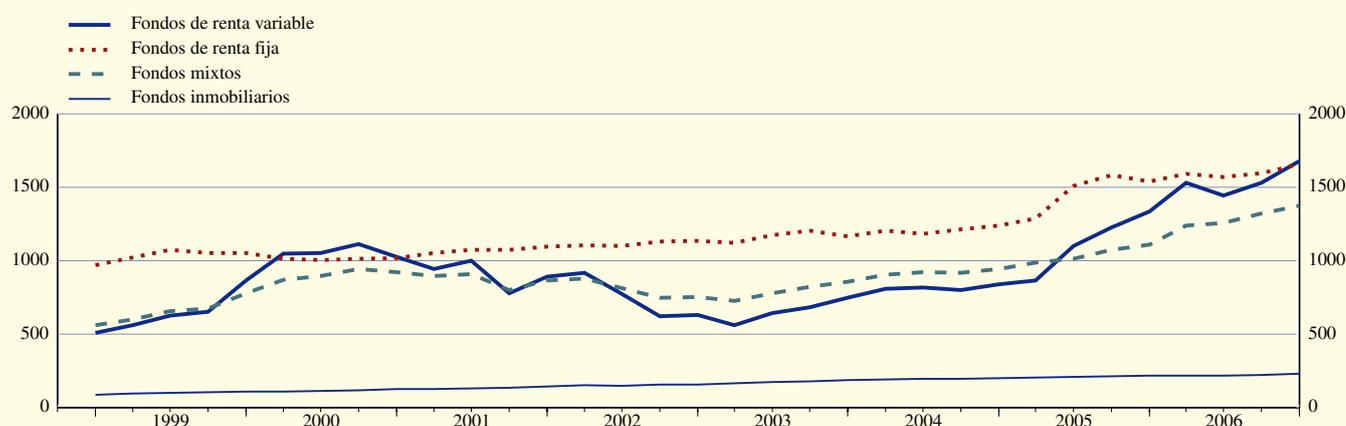
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2005 III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
III	5.356,3	75,9	4.996,9	283,6
IV ^(p)	5.545,3	77,6	5.211,7	256,0

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 DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2006 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						485,9
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-29,7
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.090,4	113,7	684,9	55,0	236,8	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	43,4	9,4	24,7	4,3	5,0	
Consumo de capital fijo	308,6	81,6	175,9	10,9	40,2	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	516,9	277,7	217,7	21,5	0,0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,1
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	720,0	44,4	287,9	327,9	59,7	117,5
Intereses	407,9	41,7	69,5	237,0	59,7	72,7
Otra renta de la propiedad	312,1	2,7	218,4	90,9	0,0	44,8
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.901,3	1.562,6	44,0	47,2	247,4	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	314,1	233,4	63,5	16,9	0,3	1,2
Cotizaciones sociales	412,4	412,4				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	403,2	1,5	16,2	23,3	362,1	0,7
Otras transferencias corrientes	185,1	67,6	24,6	48,5	44,4	9,1
Primas netas de seguros no vida	45,7	33,4	10,6	0,9	0,7	1,3
Indemnizaciones de seguros no vida	45,7			45,7		0,6
Otras	93,7	34,2	13,9	1,8	43,8	7,2
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.879,0	1.337,2	-27,3	42,3	526,8	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.713,5	1.233,6			479,9	
Gasto en consumo individual	1.518,7	1.233,6			285,2	
Gasto en consumo colectivo	194,7				194,7	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,8	0,1	3,1	12,6	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	165,5	119,3	-30,4	29,7	46,9	-20,8
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	453,4	149,7	218,4	13,3	72,0	
Formación bruta de capital fijo	477,6	151,3	241,3	13,1	71,9	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-24,2	-1,6	-22,9	0,1	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,0	-0,7	0,8	0,1	-0,3	0,0
Transferencias de capital	65,7	9,9	3,0	4,3	48,6	8,2
Impuestos sobre el capital	6,3	6,0	0,3	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	59,5	3,9	2,7	4,3	48,6	8,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	26,2	59,2	-38,5	24,4	-18,9	-26,2
Discrepancia estadística	0,0	52,0	-52,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)
(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2006 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						456,2
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.959,3	482,5	1.103,1	91,7	282,0	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	237,2					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.196,6					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	516,9	277,7	217,7	21,5	0,0	
Remuneración de los asalariados	1.092,0	1.092,0				2,5
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	288,2				288,2	-7,6
Renta de la propiedad	724,1	237,3	114,3	353,7	18,9	113,3
Intereses	403,3	64,0	38,4	294,1	6,7	77,3
Otra renta de la propiedad	320,9	173,3	75,9	59,5	12,2	36,0
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.901,3	1.562,6	44,0	47,2	247,4	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	314,8			3	14,8	0,5
Cotizaciones sociales	412,3	1,2	20,4	36,9	353,8	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	401,1	401,1				2,8
Otras transferencias corrientes	164,2	87,2	12,6	46,9	17,6	29,9
Primas netas de seguros no vida	45,7			45,7		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	45,1	34,4	9,5	0,9	0,3	1,2
Otras	73,4	52,7	3,2	0,3	17,3	27,5
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.879,0	1.337,2	-27,3	42,3	526,8	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,9	15,9				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	165,5	119,3	-30,4	29,7	46,9	-20,8
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	308,6	81,6	175,9	10,9	40,2	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	71,1	17,2	38,2	1,4	14,3	2,8
Impuestos sobre el capital	6,3				6,3	0,0
Otras transferencias de capital	64,9	17,2	38,2	1,4	8,1	2,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2006 IV								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.518,6	12.879,8	19.153,0	9.009,6	5.828,9	2.669,5	12.663,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				178,6				
Efectivo y depósitos		5.181,6	1.505,6	2.005,2	1.180,7	697,8	526,2	3.459,7
Valores distintos de acciones, corto plazo		38,2	112,2	98,5	208,4	217,8	21,8	705,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.434,8	194,2	3.224,6	1.917,1	1.912,5	196,1	1.860,4
Préstamos		23,8	1.619,4	10.627,7	1.194,0	371,0	366,4	1.324,1
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		20,2	875,6	8.062,9	887,8	303,9	327,7	.
Acciones y otras participaciones		4.770,7	6.920,9	1.638,4	4.264,5	2.211,9	992,3	4.638,2
Acciones cotizadas		1.134,1	1.659,8	617,1	2.198,3	754,7	341,9	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.015,2	4.846,1	762,5	1.480,3	438,6	523,4	.
Participaciones en fondos de inversión		1.621,3	415,0	258,8	585,9	1.018,6	127,0	.
Reservas técnicas de seguro		4.834,7	129,1	1,8	0,0	141,9	3,0	170,0
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		234,7	2.398,3	1.378,1	244,8	276,0	563,6	506,5
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		210,1	215,4	596,1	265,6	68,7	-39,0	455,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,8				0,8
Efectivo y depósitos		137,4	73,5	168,6	49,3	22,9	-18,3	101,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-5,4	-1,5	-4,7	43,9	-0,6	0,6	-11,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		11,9	10,7	54,0	-38,0	23,0	9,2	178,8
Préstamos		-0,5	66,4	253,2	72,8	-8,4	-6,1	88,0
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-0,7	17,0	210,0	58,0	-4,7	-11,7	.
Acciones y otras participaciones		-23,6	20,0	62,1	137,6	24,1	-4,4	92,2
Acciones cotizadas		-4,8	-20,3	29,0	105,4	0,9	-3,9	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-6,5	46,0	31,1	2,2	12,1	-2,7	.
Participaciones en fondos de inversión		-12,4	-5,7	1,9	30,1	11,1	2,1	.
Reservas técnicas de seguro		70,8	0,7	0,0	0,0	2,5	0,0	9,5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		19,5	45,6	63,6	0,0	5,3	-20,0	-3,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		191,9	307,4	-11,6	91,8	49,7	44,9	27,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				3,1				
Efectivo y depósitos		-5,0	-9,7	-27,0	4,9	0,7	-0,3	-41,4
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,0	-1,1	-2,0	5,1	-4,7	0,1	-5,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		9,7	-1,8	-29,8	8,2	-34,7	-1,3	-39,6
Préstamos		0,0	-2,3	-14,5	-16,2	-1,2	0,6	-7,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	1,5	-16,8	-13,4	-1,1	0,6	.
Acciones y otras participaciones		169,7	312,3	42,6	89,2	92,2	46,9	141,1
Acciones cotizadas		83,7	129,6	23,3	56,7	69,8	38,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		58,0	179,6	16,1	24,9	11,5	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión		28,1	3,1	3,3	7,6	10,9	3,3	.
Reservas técnicas de seguro		14,4	0,4	0,0	0,0	-0,8	0,0	-19,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		4,0	9,6	15,9	0,6	-1,8	-0,9	0,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		16.920,6	13.402,6	19.737,4	9.366,9	5.947,3	2.675,4	13.146,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				180,9				
Efectivo y depósitos		5.314,0	1.569,5	2.146,9	1.235,0	721,4	507,6	3.519,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		31,9	109,5	91,8	257,4	212,5	22,5	688,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.456,4	203,1	3.248,8	1.887,3	1.900,8	204,0	1.999,6
Préstamos		23,3	1.683,5	10.866,4	1.250,5	361,4	360,9	1.404,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		19,5	894,2	8.256,1	932,4	298,0	316,5	.
Acciones y otras participaciones		4.916,8	7.253,2	1.743,1	4.491,3	2.328,1	1.034,7	4.871,6
Acciones cotizadas		1.213,0	1.769,1	669,4	2.360,4	825,3	376,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.066,8	5.071,7	809,7	1.507,3	462,2	526,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.637,0	412,4	264,0	623,6	1.040,6	132,4	.
Reservas técnicas de seguro		4.920,0	130,2	1,9	0,0	143,6	3,1	159,8
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		258,2	2.453,5	1.457,6	245,5	279,5	542,8	503,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2006 IV								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.318,3	20.571,8	19.459,3	8.980,5	5.945,4	6.814,9	11.454,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	11.819,0	201,1	3,9	336,5	2.196,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			261,1	305,5	66,5	0,1	590,4	178,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			428,3	2.426,8	1.169,6	23,1	4.421,9	2.270,1
Préstamos		4.920,2	6.093,7		1.210,0	161,5	1.077,6	2.063,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.611,7	4.097,2		581,9	77,8	916,4	.
Acciones y otras participaciones			11.292,0	3.133,5	6.084,9	635,3	4,5	4.286,7
Acciones cotizadas			4.093,3	985,4	285,1	310,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.198,7	1.194,2	861,0	325,3	4,5	.
Participaciones en fondos de inversión				953,8	4.938,8			.
Reservas técnicas de seguro		34,4	322,8	51,4	0,5	4.871,0	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		363,7	2.174,0	1.723,2	247,8	250,7	383,3	459,3
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.030,8	11.200,3	-7.692,0	-306,3	29,1	-116,6	-4.145,3	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		99,0	305,9	582,5	243,0	80,5	-20,1	482,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	367,6	-0,2	0,0	9,0	158,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			7,7	19,4	4,7	0,1	-32,6	21,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			-3,9	86,9	88,1	3,1	-8,9	84,3
Préstamos		111,9	178,5		41,8	-5,3	-2,4	141,0
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		104,1	124,5		20,3	2,6	27,6	.
Acciones y otras participaciones			59,3	41,9	126,8	0,7	0,0	79,2
Acciones cotizadas			12,9	2,4	0,5	0,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			46,4	30,2	-2,9	0,5	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				9,4	129,2			.
Reservas técnicas de seguro		0,7	3,3	1,8	0,0	77,8	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-13,6	61,0	64,8	-18,1	4,2	14,7	-2,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	26,2	111,2	-90,5	13,6	22,6	-11,8	-18,9	-26,2
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-8,0	628,6	12,3	120,4	14,9	-63,2	-6,5
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-38,9	0,0	0,0	0,0	-38,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			-6,8	0,4	0,0	0,0	2,5	-5,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			2,3	-13,2	0,3	0,0	-45,7	-33,1
Préstamos		-10,4	-25,7		4,4	-0,4	0,2	-9,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-6,5	-23,0		3,5	-0,8	0,2	.
Acciones y otras participaciones			643,3	40,6	109,8	18,9	0,3	81,1
Acciones cotizadas			352,9	68,2	13,6	10,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			290,4	-2,7	6,4	8,3	0,3	.
Participaciones en fondos de inversión				-24,9	89,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-5,6	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		2,4	15,4	23,4	5,9	2,0	-20,6	-0,7
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-31,0	199,8	-321,2	-24,0	-28,6	34,8	108,2	34,1
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.409,3	21.506,2	20.054,1	9.343,8	6.040,9	6.731,5	11.930,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	12.147,7	200,8	3,8	345,6	2.315,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			262,1	325,2	71,2	0,1	560,4	194,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			426,6	2.500,6	1.258,1	26,1	4.367,3	2.321,2
Préstamos		5.021,7	6.246,4		1.256,2	155,8	1.075,4	2.195,1
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.709,3	4.198,7		605,7	79,7	944,1	.
Acciones y otras participaciones			11.994,6	3.216,0	6.321,4	654,8	4,9	4.447,1
Acciones cotizadas			4.459,1	1.056,0	299,2	320,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.535,5	1.221,6	864,5	334,0	4,9	.
Participaciones en fondos de inversión				938,3	5.157,8			.
Reservas técnicas de seguro		35,0	326,1	53,2	0,5	4.943,2	0,6	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		352,5	2.250,4	1.811,3	235,6	256,9	377,4	456,3
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.035,6	11.511,3	-8.103,7	-316,7	23,1	-93,5	-4.056,1	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2002	2003	2004	2005 I- 2005 IV	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.563,4	3.657,3	3.760,8	3.858,6	3.891,3	3.931,6	3.970,3	4.000,7
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	106,9	110,6	123,3	130,3	132,0	135,3	137,7	135,3
Consumo de capital fijo	1.028,4	1.062,9	1.109,3	1.157,8	1.172,1	1.187,9	1.204,0	1.219,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.804,1	1.858,2	1.953,0	2.006,0	2.028,0	2.033,0	2.059,8	2.105,3
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.389,4	2.275,7	2.329,2	2.532,2	2.596,3	2.675,4	2.745,7	2.825,7
Intereses	1.382,4	1.265,4	1.241,9	1.317,2	1.359,5	1.413,8	1.481,4	1.548,1
Otra renta de la propiedad	1.007,0	1.010,3	1.087,4	1.215,0	1.236,7	1.261,6	1.264,2	1.277,6
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.182,1	6.367,7	6.636,3	6.840,0	6.910,8	6.979,8	7.060,9	7.157,2
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	859,1	856,8	882,6	932,4	948,4	973,1	992,1	1.023,4
Cotizaciones sociales	1.337,9	1.388,0	1.427,8	1.468,5	1.482,9	1.498,9	1.515,7	1.531,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.351,4	1.407,2	1.453,2	1.495,5	1.506,8	1.517,2	1.527,2	1.538,3
Otras transferencias corrientes	642,4	658,7	685,4	711,3	706,4	705,6	705,9	706,9
Primas netas de seguros no vida	170,8	173,9	176,8	180,3	179,4	178,0	177,5	176,3
Derechos de seguros no vida	174,4	174,6	177,4	181,3	180,0	178,4	177,3	175,7
Otras	297,2	310,2	331,3	349,7	347,0	349,2	351,1	354,8
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.122,0	6.297,0	6.558,2	6.754,2	6.826,6	6.896,0	6.975,9	7.070,1
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.647,9	5.845,3	6.054,7	6.272,3	6.336,3	6.396,9	6.453,5	6.514,3
Gasto en consumo individual	5.047,7	5.224,0	5.411,3	5.612,2	5.672,3	5.727,2	5.779,3	5.833,9
Gasto en consumo colectivo	600,2	621,2	643,4	660,1	663,9	669,7	674,2	680,4
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	51,2	54,7	57,6	58,2	58,8	59,7	60,6	61,3
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	474,3	451,9	503,7	482,1	490,5	499,3	522,6	556,0
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.441,1	1.485,4	1.565,4	1.645,8	1.687,9	1.715,6	1.756,6	1.783,9
Formación bruta de capital fijo	1.452,0	1.482,7	1.553,4	1.623,9	1.651,4	1.679,7	1.711,0	1.752,3
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-10,9	2,7	12,0	22,0	36,5	35,9	45,6	31,6
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,5	0,6	-1,1	0,1	0,8	1,4	1,5	1,3
Transferencias de capital	137,0	181,3	164,6	172,9	160,7	157,0	170,3	185,7
Impuestos sobre el capital	20,2	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2
Otras transferencias de capital	116,8	145,5	134,8	148,9	136,4	133,3	148,0	163,5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	72,7	41,0	65,6	8,6	-11,5	-16,9	-18,5	3,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)
(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2002	2003	2004	2005 I- 2005 IV	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.502,8	6.689,0	6.946,3	7.152,8	7.223,5	7.287,8	7.371,8	7.460,5
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	737,5	761,0	796,5	838,8	857,4	872,4	881,2	898,1
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.240,3	7.449,9	7.742,8	7.991,5	8.080,9	8.160,2	8.253,0	8.358,6
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.804,1	1.858,2	1.953,0	2.006,0	2.028,0	2.033,0	2.059,8	2.105,3
Remuneración de los asalariados	3.570,9	3.664,4	3.767,9	3.864,5	3.896,9	3.937,2	3.976,1	4.006,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	850,2	880,6	933,3	980,7	999,7	1.018,1	1.029,2	1.043,9
Renta de la propiedad	2.346,3	2.240,1	2.311,4	2.520,9	2.582,3	2.666,8	2.741,4	2.827,2
Intereses	1.347,4	1.234,1	1.207,6	1.289,7	1.333,0	1.387,9	1.458,1	1.525,8
Otra renta de la propiedad	998,9	1.006,0	1.103,7	1.231,2	1.249,3	1.278,9	1.283,3	1.301,3
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.182,1	6.367,7	6.636,3	6.840,0	6.910,8	6.979,8	7.060,9	7.157,2
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	861,4	858,7	885,4	935,9	952,2	977,5	996,7	1.028,2
Cotizaciones sociales	1.336,8	1.387,0	1.426,8	1.468,0	1.482,5	1.498,6	1.515,3	1.530,5
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.344,9	1.400,8	1.445,7	1.488,1	1.499,5	1.509,8	1.519,8	1.530,8
Otras transferencias corrientes	587,5	593,5	613,0	629,9	626,2	625,1	624,2	623,0
Primas netas de seguros no vida	174,4	174,6	177,4	181,3	180,0	178,4	177,3	175,7
Derechos de seguros no vida	168,0	171,2	174,5	178,9	177,6	175,8	175,0	173,7
Otras	245,1	247,7	261,1	269,7	268,7	270,9	271,9	273,6
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.122,0	6.297,0	6.558,2	6.754,2	6.826,6	6.896,0	6.975,9	7.070,1
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	51,3	54,9	57,8	58,4	59,0	59,9	60,8	61,5
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	474,3	451,9	503,7	482,1	490,5	499,3	522,6	556,0
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.028,4	1.062,9	1.109,3	1.157,8	1.172,1	1.187,9	1.204,0	1.219,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	148,6	193,5	181,4	187,6	175,1	169,9	183,3	199,3
Impuestos sobre el capital	20,2	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2
Otras transferencias de capital	128,4	157,6	151,6	163,6	150,8	146,2	161,0	177,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres, saldos vivos a fin de período)

	2002	2003	2004	2005 I- 2005 IV	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.570,9	3.664,4	3.767,9	3.864,5	3.896,9	3.937,2	3.976,1	4.006,6
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.196,3	1.231,0	1.284,5	1.329,6	1.345,2	1.362,6	1.381,5	1.405,9
Intereses, recursos (+)	252,9	237,1	228,9	226,7	228,1	232,3	238,1	244,2
Intereses, empleos (-)	139,8	123,2	121,3	125,5	129,5	135,7	144,6	152,8
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	602,3	611,2	645,1	696,8	709,2	717,6	721,4	726,8
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,4	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	697,8	702,5	706,8	740,3	751,7	766,4	774,4	791,9
Cotizaciones sociales netas (-)	1.334,2	1.384,2	1.423,8	1.464,1	1.478,5	1.494,5	1.511,3	1.526,6
Prestaciones sociales netas (+)	1.340,4	1.396,0	1.440,6	1.482,6	1.493,9	1.504,2	1.514,2	1.525,1
Transferencias corrientes netas (+)	64,4	64,8	64,7	69,3	69,7	69,2	68,9	71,8
= Renta disponible bruta	4.847,0	4.986,0	5.170,5	5.330,3	5.374,1	5.417,1	5.460,6	5.499,7
Gasto en consumo final (-)	4.173,1	4.307,1	4.461,8	4.617,3	4.665,7	4.708,7	4.749,2	4.792,9
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	50,9	54,6	57,4	58,0	58,6	59,5	60,4	61,1
= Ahorro bruto	724,9	733,5	766,1	771,0	767,0	768,0	771,7	767,8
Consumo de capital fijo (-)	270,5	281,6	296,4	310,1	312,9	316,0	319,1	322,1
Transferencias de capital netas (+)	8,6	12,6	18,9	21,7	18,9	17,7	23,8	25,6
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	-653,1	236,9	323,0	618,8	704,9	469,9	330,8	449,4
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	-190,2	701,5	811,7	1.101,4	1.178,0	939,6	807,3	920,7
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	458,3	477,2	505,0	530,2	541,4	551,8	565,2	576,3
Consumo de capital fijo (-)	270,5	281,6	296,4	310,1	312,9	316,0	319,1	322,1
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	226,7	219,9	246,1	238,5	245,6	245,8	262,9	275,6
Valores distintos de acciones, corto plazo	1,1	-33,9	6,5	-18,6	-2,7	2,7	12,1	15,9
Valores distintos de acciones, largo plazo	79,4	21,2	71,6	41,9	46,9	49,7	97,8	99,9
Acciones y otras participaciones	-39,9	95,0	-14,6	126,9	81,8	30,8	-33,2	-47,6
Acciones cotizadas	-12,2	32,9	-49,6	8,7	-24,8	-25,6	-38,5	-17,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-73,0	-19,0	38,1	58,1	63,0	32,5	22,0	1,6
Participaciones en fondos de inversión	45,3	81,1	-3,1	60,2	43,7	23,9	-16,8	-31,9
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	16,1	13,5	-21,7	-13,8	-16,1	-13,3	-13,4	-7,7
Reservas técnicas de seguro	213,1	244,3	269,5	315,3	324,1	309,8	299,7	278,3
Financiación (-)								
Préstamos	207,4	262,8	309,3	387,9	415,2	416,0	411,3	401,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	187,3	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	342,9
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-526,6	265,2	268,9	488,6	588,6	400,0	302,6	406,1
Reservas técnicas de seguro	-69,9	28,6	76,8	136,3	113,8	62,3	46,3	37,4
Otros flujos netos (+)	-54,6	-71,7	-12,5	-59,7	-33,3	18,8	-15,7	2,3
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	-190,2	701,5	811,7	1.101,4	1.178,0	939,6	807,3	920,7
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	4.377,1	4.569,3	4.807,0	5.053,6	5.072,2	5.162,0	5.181,6	5.314,0
Valores distintos de acciones, corto plazo	59,6	27,1	34,5	16,6	27,1	35,2	38,2	31,9
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.264,9	1.257,1	1.327,8	1.366,0	1.403,6	1.400,7	1.434,8	1.456,4
Acciones y otras participaciones	3.328,3	3.688,5	3.942,8	4.558,3	4.799,5	4.660,9	4.770,7	4.916,8
Acciones cotizadas	645,4	793,5	843,6	1.031,7	1.126,6	1.056,5	1.134,1	1.213,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	1.314,6	1.401,9	1.596,8	1.876,8	1.993,8	1.979,3	2.015,2	2.066,8
Participaciones en fondos de inversión	1.368,3	1.493,1	1.502,4	1.649,7	1.679,1	1.625,1	1.621,3	1.637,0
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>	187,4	255,0	237,7	219,0	195,8	198,3	192,4	166,5
Reservas técnicas de seguro	3.533,4	3.806,3	4.152,6	4.604,2	4.706,2	4.747,6	4.834,7	4.920,0
Otros activos netos	-49,7	-77,3	-92,4	-144,5	-156,5	-133,8	-139,5	-106,0
Pasivos (-)								
Préstamos	3.712,9	3.968,2	4.281,7	4.655,6	4.737,1	4.841,8	4.920,2	5.021,7
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.327,7	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.535,4
= Riqueza financiera neta	8.800,7	9.302,8	9.890,5	10.798,6	11.115,2	11.030,8	11.200,3	11.511,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de otras variaciones de los activos no financieros, como por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres, saldos vivos a fin de período)

	2002	2003	2004	2005 I- 2005 IV	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.697,1	3.780,6	3.922,8	4.028,8	4.071,7	4.103,8	4.154,2	4.213,9
Remuneración de los asalariados (-)	2.249,8	2.304,4	2.368,4	2.422,8	2.444,1	2.470,6	2.495,7	2.519,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	58,8	58,9	66,5	71,6	72,9	76,4	78,6	79,1
= Excedente bruto de explotación (+)	1.388,6	1.417,2	1.488,0	1.534,4	1.554,6	1.556,8	1.579,9	1.615,7
Consumo de capital fijo (-)	584,6	602,0	626,2	653,2	662,6	673,1	684,2	694,7
= Excedente neto de explotación (+)	804,0	815,3	861,8	881,1	892,0	883,6	895,7	921,0
Renta de la propiedad, recursos (+)	328,5	318,9	365,7	415,2	421,6	422,3	430,7	438,8
Intereses, recursos	142,0	125,0	119,6	127,8	130,9	135,1	140,5	145,4
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	186,4	194,0	246,1	287,4	290,6	287,2	290,2	293,4
Intereses y otras rentas, empleos (-)	243,3	227,9	228,6	238,1	244,4	252,1	262,7	273,7
= Renta empresarial neta (+)	889,1	906,3	998,8	1.058,3	1.069,2	1.053,8	1.063,7	1.086,1
Renta distribuida (-)	688,0	690,7	752,2	834,6	847,4	860,4	863,6	874,9
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	125,4	116,7	131,4	147,1	149,8	156,4	165,8	177,8
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,4	73,3	73,7	74,1	74,3	74,8	75,5	76,1
Prestaciones sociales, empleos (-)	57,4	59,6	61,2	62,8	62,6	62,6	62,6	62,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	43,7	43,3	48,5	48,4	46,3	47,0	47,4	47,5
Variaciones del patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensiones (-)	14,7	13,1	12,0	10,9	11,3	11,8	12,3	12,7
= Ahorro neto	33,4	56,3	67,2	28,6	26,0	-9,5	-12,5	-13,0
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	180,9	179,3	201,0	221,2	241,5	246,6	258,3	255,4
Formación bruta de capital fijo (+)	776,4	780,4	819,9	855,6	871,5	887,2	902,5	922,0
Consumo de capital fijo (-)	584,6	602,0	626,2	653,2	662,6	673,1	684,2	694,7
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-10,9	0,9	7,4	18,8	32,6	32,6	40,0	28,0
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	29,9	112,7	80,7	148,7	147,3	154,0	156,1	163,2
Valores distintos de acciones	-3,3	-29,9	-57,1	-23,5	-3,7	8,7	-0,6	17,4
Préstamos	78,9	141,5	58,0	131,4	98,6	120,7	128,2	153,8
Acciones y otras participaciones	237,8	181,6	178,7	160,6	180,7	241,9	195,6	217,2
Reservas técnicas de seguro	5,6	4,8	5,9	8,6	5,8	5,1	4,6	4,8
Otros activos netos (+)	40,7	-8,4	53,2	15,6	77,4	82,0	104,8	122,0
Financiación (-)								
Deuda	262,7	295,0	208,7	392,8	466,8	575,2	626,2	665,9
Préstamos	233,4	217,2	188,5	384,4	460,5	555,6	589,7	614,1
de los cuales, de IFM de la zona del euro	93,5	102,8	163,9	262,7	333,9	371,6	421,9	444,3
Valores distintos de acciones	17,6	62,7	6,8	-4,3	-6,5	7,3	24,4	39,5
Reservas de los fondos de pensiones	11,7	15,0	13,5	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3
Acciones y otras participaciones	213,6	185,4	190,2	182,6	205,0	242,1	168,3	200,6
Acciones cotizadas	17,5	19,2	11,8	101,3	95,8	112,8	39,0	31,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	196,1	166,2	178,3	81,3	109,1	129,3	129,3	168,9
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,8	45,1	54,4	58,7	49,8	51,3	65,0	80,4
= Ahorro neto	33,4	56,3	67,2	28,6	26,0	-9,5	-12,5	-13,0
Balance financiero								
Activos financieros								
Efectivo y depósitos	1.113,8	1.202,6	1.267,8	1.418,8	1.421,9	1.463,8	1.505,6	1.569,5
Valores distintos de acciones	441,1	405,4	320,0	292,7	308,3	315,0	306,4	312,6
Préstamos	1.223,9	1.344,9	1.393,5	1.519,6	1.537,8	1.587,9	1.619,4	1.683,5
Acciones y otras participaciones	4.285,0	4.866,6	5.375,0	6.259,4	6.716,6	6.642,3	6.920,9	7.253,2
Reservas técnicas de seguro	106,1	110,8	118,2	124,3	126,6	128,0	129,1	130,2
Otros activos netos (+)	158,0	138,4	184,3	173,5	191,5	239,3	224,4	203,1
Pasivos								
Deuda	5.827,7	6.076,7	6.238,2	6.638,0	6.791,5	6.988,4	7.105,9	7.261,2
Préstamos	4.981,5	5.159,1	5.268,6	5.658,4	5.803,5	5.982,1	6.093,7	6.246,4
de los cuales, de IFM de la zona del euro	2.965,1	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,1	3.640,0	3.731,0	3.846,8
Valores distintos de acciones	568,1	629,2	668,4	665,8	671,2	686,7	689,4	688,7
Reservas de los fondos de pensiones	278,1	288,5	301,2	313,8	316,8	319,6	322,8	326,1
Acciones y otras participaciones	7.137,7	7.998,2	8.940,6	10.380,0	11.117,5	10.946,3	11.292,0	11.994,6
Acciones cotizadas	2.392,0	2.732,5	2.987,6	3.681,6	4.088,2	3.948,9	4.093,3	4.459,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	4.745,7	5.265,7	5.952,9	6.698,5	7.029,3	6.997,3	7.198,7	7.535,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres, saldos vivos)

	2002	2003	2004	2005 I- 2005 IV	2005 II- 2006 I	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	34,9	29,7	49,5	27,5	14,7	30,8	42,2	59,5
Valores distintos de acciones, corto plazo	7,7	10,8	29,6	21,4	23,1	14,7	11,7	2,2
Valores distintos de acciones, largo plazo	94,2	140,7	132,7	149,3	141,2	135,1	134,1	118,3
Préstamos	2,2	11,6	6,5	-7,8	8,0	15,2	18,0	13,6
Acciones y otras participaciones	80,2	59,5	46,4	123,4	138,6	141,2	150,0	137,0
Acciones cotizadas	7,3	10,0	14,0	21,7	10,2	10,8	10,3	13,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	25,6	5,1	-1,2	16,3	20,8	26,9	32,5	28,8
Participaciones en fondos de inversión	47,3	44,4	33,6	85,3	107,6	103,5	107,2	94,8
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	9,1	6,5	3,0	-1,2	-1,0	-4,3	-5,4	2,7
Otros activos netos (+)	-7,7	-1,9	3,5	20,3	21,4	9,9	4,8	1,7
Financiación (-)								
Valores distintos de acciones	-0,3	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,3	-0,3	4,1
Préstamos	-1,1	12,4	4,8	9,6	22,3	23,7	32,4	27,7
Acciones y otras participaciones	1,3	11,4	12,7	10,4	11,1	10,2	13,5	8,5
Reservas técnicas de seguro	216,6	237,0	261,1	330,8	339,3	328,4	325,4	305,1
Participación neta de los hogares en las reservas de seguros de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	188,8	210,3	229,5	289,8	303,7	294,1	288,3	264,8
Reservas para primas y para siniestros	27,8	26,8	31,6	41,0	35,7	34,2	37,1	40,3
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-5,0	-15,5	-8,7	-16,8	-25,4	-15,2	-10,3	-13,0
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-248,6	106,6	109,0	200,3	235,9	124,9	117,3	181,0
Otros activos netos	51,6	-9,1	162,9	43,3	11,7	-26,9	-13,2	-58,9
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-244,7	98,2	20,5	118,0	128,2	87,6	90,6	55,4
Reservas técnicas de seguro	-70,9	33,7	85,2	145,7	118,6	69,3	54,5	25,9
Participación neta de los hogares en las reservas de seguros de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	-69,3	34,2	65,4	151,6	126,1	69,4	53,8	47,7
Reservas para primas y para siniestros	-1,6	-0,5	19,8	-5,9	-7,5	-0,2	0,8	-21,7
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	118,6	-34,4	166,3	-20,0	0,8	-58,9	-41,1	40,8
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	554,7	580,3	630,7	661,1	669,3	678,4	697,8	721,4
Valores distintos de acciones, corto plazo	59,8	69,2	205,8	212,9	220,6	218,7	217,8	212,5
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.357,6	1.488,1	1.659,6	1.828,1	1.840,4	1.853,0	1.912,5	1.900,8
Préstamos	357,8	364,3	359,5	356,9	369,1	371,0	371,0	361,4
Acciones y otras participaciones	1.364,9	1.531,0	1.686,4	2.010,1	2.129,9	2.104,3	2.211,9	2.328,1
Acciones cotizadas	462,6	525,6	574,2	697,5	733,9	706,0	754,7	825,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	275,3	307,0	337,4	399,6	425,2	425,1	438,6	462,2
Participaciones en fondos de inversión	627,0	698,3	774,8	913,0	970,9	973,3	1.018,6	1.040,6
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	57,8	64,8	67,8	81,9	81,6	85,5	85,9	85,9
Otros activos netos (+)	80,9	92,7	112,8	162,3	163,8	164,7	163,3	162,4
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	18,1	23,4	21,9	22,0	22,2	22,4	23,1	26,3
Préstamos	111,5	125,6	119,2	127,8	147,1	151,7	161,5	155,8
Acciones y otras participaciones	319,7	429,3	462,5	590,9	619,5	584,5	635,3	654,8
Reservas técnicas de seguro	3.518,7	3.789,4	4.135,7	4.612,1	4.718,3	4.771,3	4.871,0	4.943,2
Participación neta de los hogares en las reservas de seguros de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	2.964,0	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,7	4.090,0	4.175,8	4.257,3
Reservas para primas y para siniestros	554,6	580,9	632,3	667,3	675,6	681,3	695,2	685,9
= Riqueza financiera neta	-192,2	-242,1	-84,5	-121,3	-113,9	-139,8	-116,6	-93,5

Fuente: BCE.



MERCADOS FINANCIEROS

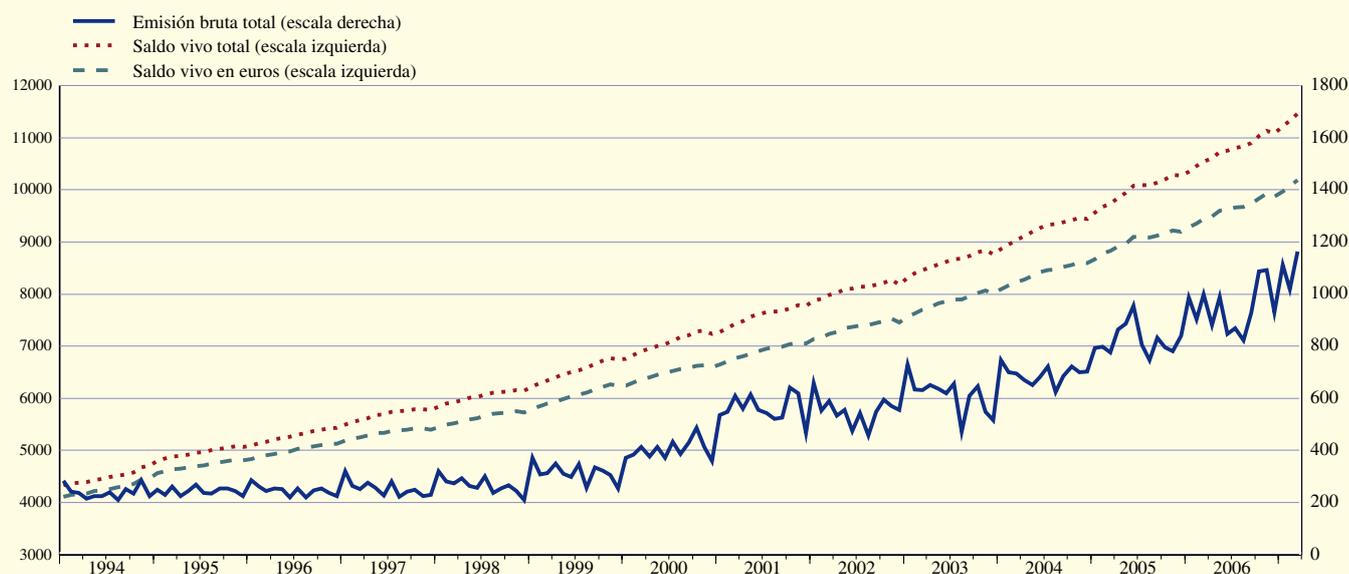
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Mar	11.146,0	1.050,6	152,0	9.437,5	937,2	81,0	10.543,8	999,0	97,7	7,6	70,7	8,0
Abr	11.168,7	873,9	19,4	9.489,2	820,8	48,6	10.600,9	881,1	66,9	7,2	55,0	7,9
May	11.295,6	1.007,8	127,0	9.601,3	936,9	112,2	10.721,8	989,4	126,3	7,8	89,1	8,2
Jun	11.358,2	896,0	64,6	9.623,0	793,3	23,5	10.755,1	846,7	32,5	6,6	24,8	7,1
Jul	11.377,4	883,7	18,6	9.658,3	820,0	34,8	10.804,6	868,0	44,9	7,0	53,9	6,9
Ago	11.409,7	837,9	31,8	9.679,8	779,9	21,0	10.834,5	822,8	24,6	7,3	74,7	7,2
Sep	11.530,4	1.004,1	120,2	9.730,4	882,0	50,2	10.903,3	927,9	57,0	7,4	57,1	6,9
Oct	11.625,9	1.106,2	93,3	9.833,9	1.023,0	101,6	11.038,6	1.086,0	122,2	8,0	123,0	8,1
Nov	11.764,4	1.134,5	137,6	9.925,2	1.036,5	90,7	11.129,9	1.092,6	107,3	8,2	99,9	8,3
Dic	11.741,9	976,6	-23,1	9.872,1	884,8	-54,1	11.086,8	929,5	-58,2	7,9	41,1	8,6
2007 Ene	11.839,8	1.144,0	97,9	9.969,5	1.051,9	97,5	11.214,0	1.111,2	115,9	8,0	76,4	9,0
Feb	11.946,0	1.041,0	106,3	10.060,0	952,2	90,6	11.323,7	1.017,9	117,0	8,2	88,3	9,2
Mar	12.174,8	1.253,4	227,6	10.190,9	1.111,3	129,6	11.459,7	1.163,3	135,2	8,4	107,3	10,1
A largo plazo												
2006 Mar	10.134,8	244,0	97,0	8.559,4	194,4	71,4	9.518,8	220,6	79,9	7,8	60,5	8,1
Abr	10.171,0	175,0	34,7	8.588,9	141,8	28,1	9.555,8	170,3	47,3	7,5	48,7	8,1
May	10.271,7	206,0	101,0	8.674,8	167,5	86,2	9.649,2	187,4	95,9	7,7	63,9	7,7
Jun	10.331,2	200,2	60,3	8.738,7	168,2	64,5	9.733,8	193,5	80,9	6,8	52,9	7,3
Jul	10.371,1	192,8	40,0	8.764,5	158,6	25,9	9.775,0	177,5	37,2	7,2	49,2	7,0
Ago	10.387,4	90,5	16,5	8.775,7	71,6	11,4	9.793,1	88,2	21,1	7,5	66,1	7,3
Sep	10.481,2	218,5	94,2	8.830,7	156,7	55,3	9.862,7	175,7	63,0	7,6	53,5	7,1
Oct	10.582,4	224,8	98,8	8.901,1	173,9	68,4	9.955,3	206,5	86,1	8,1	102,0	8,3
Nov	10.717,4	225,9	134,1	8.995,6	167,1	93,9	10.048,8	193,4	108,5	8,4	101,5	9,0
Dic	10.740,3	170,9	20,2	9.016,1	132,5	17,5	10.077,0	152,6	14,7	8,2	57,6	9,1
2007 Ene	10.815,7	229,7	75,3	9.066,7	176,3	50,5	10.148,6	199,9	61,3	8,2	64,6	9,4
Feb	10.910,7	234,4	95,1	9.143,1	184,3	76,5	10.238,3	217,4	97,6	8,4	74,3	9,5
Mar	11.046,1	275,1	135,4	9.234,2	207,0	91,0	10.332,2	227,5	95,7	8,5	75,0	9,9

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	10.269	4.122	926	612	4.326	283	9.874	6.988	325	1.032	1.434	95
2006	11.087	4.567	1.164	645	4.407	305	11.333	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 II	10.755	4.350	1.032	638	4.437	298	2.717	1.977	107	261	351	22
III	10.903	4.449	1.069	637	4.451	298	2.619	1.928	78	265	329	18
IV	11.087	4.567	1.164	645	4.407	305	3.108	2.365	144	336	241	23
2007 I	11.460	4.761	1.245	657	4.488	308	3.292	2.447	124	284	415	23
2006 Dic	11.087	4.567	1.164	645	4.407	305	930	728	44	106	46	5
2007 Ene	11.214	4.645	1.172	645	4.446	306	1.111	851	24	76	153	7
Feb	11.324	4.710	1.204	649	4.456	305	1.018	772	45	75	118	8
Mar	11.460	4.761	1.245	657	4.488	308	1.163	824	56	132	143	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 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
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.647	2.132	14	271	222	8
2006 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	4	800	655	5	71	68	3
Mar	1.128	621	12	106	385	4	936	724	3	128	78	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.324	3.639	919	522	3.965	278	2.078	942	280	89	705	61
2006	10.077	3.996	1.152	551	4.078	301	2.158	1.002	354	95	653	54
2006 II	9.734	3.819	1.022	537	4.062	294	551	237	91	34	175	14
III	9.863	3.888	1.057	540	4.084	294	441	196	62	16	158	9
IV	10.077	3.996	1.152	551	4.078	301	552	279	130	31	97	16
2007 I	10.332	4.140	1.233	551	4.104	304	645	315	110	13	192	14
2006 Dic	10.077	3.996	1.152	551	4.078	301	153	82	40	12	15	3
2007 Ene	10.149	4.038	1.160	549	4.100	301	200	98	18	4	76	4
Feb	10.238	4.098	1.192	548	4.099	301	217	117	40	5	51	5
Mar	10.332	4.140	1.233	551	4.104	304	228	100	52	4	66	5
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.724	2.020	459	413	3.615	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 II	6.921	2.084	499	415	3.691	232	332	109	41	21	151	10
III	6.974	2.112	508	415	3.707	233	275	94	22	11	140	8
IV	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 I	7.161	2.210	561	420	3.727	243	404	174	39	9	169	13
2006 Dic	7.048	2.136	535	420	3.719	237	65	32	10	6	15	2
2007 Ene	7.097	2.162	539	420	3.737	238	139	59	7	2	67	4
Feb	7.130	2.189	554	419	3.729	239	134	62	21	4	43	4
Mar	7.161	2.210	561	420	3.727	243	130	53	11	3	58	5
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.350	456	93	305	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.611	1.508	609	117	313	64	715	405	214	31	51	15
2006 II	2.437	1.431	517	107	320	62	177	96	50	12	15	4
III	2.496	1.451	543	109	333	60	134	77	40	4	13	2
IV	2.611	1.508	609	117	313	64	231	124	86	11	5	6
2007 I	2.723	1.562	664	117	320	61	200	114	69	4	13	1
2006 Dic	2.611	1.508	609	117	313	64	75	39	30	6	0	1
2007 Ene	2.623	1.521	613	116	311	63	46	32	9	1	3	0
Feb	2.670	1.548	629	116	315	62	70	45	19	1	4	1
Mar	2.723	1.562	664	117	320	61	84	36	41	1	5	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

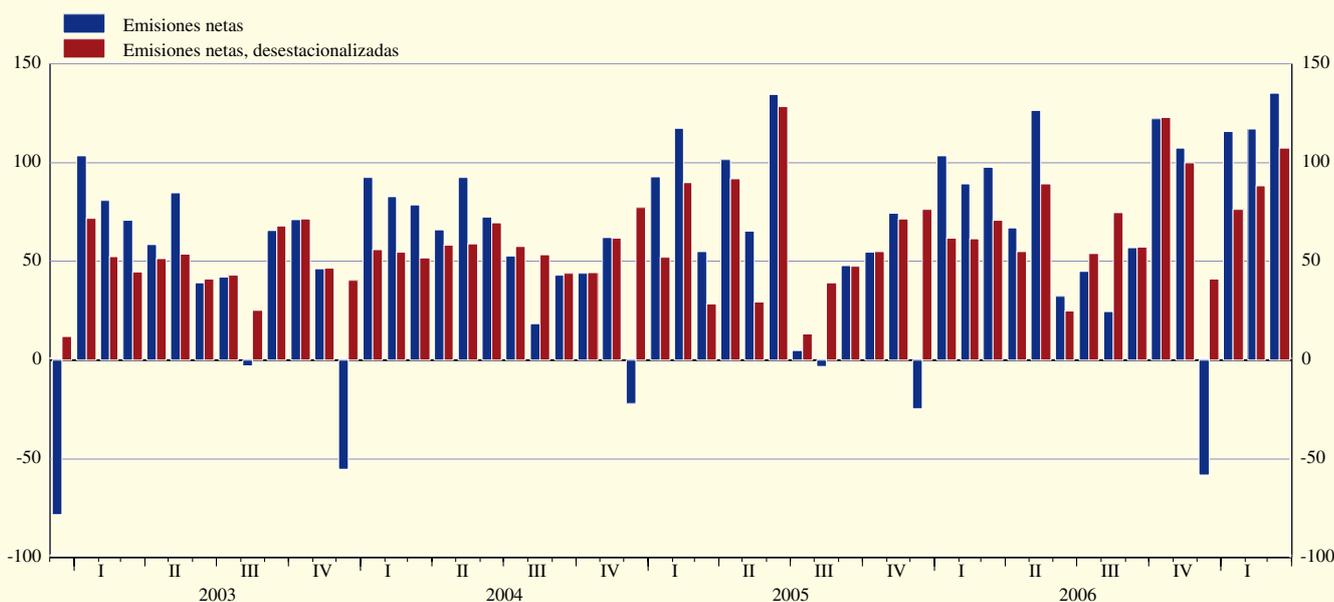
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	720,8	319,9	176,0	21,8	170,7	32,4	722,7	323,4	171,8	22,0	173,0	32,5
2006	813,6	419,9	244,5	36,9	90,2	22,2	812,8	424,2	239,8	37,3	89,2	22,2
2006 II	225,6	83,4	64,5	20,0	48,6	9,1	169,0	87,8	52,0	13,3	7,3	8,6
III	126,5	78,7	36,2	-2,4	14,4	-0,5	185,8	95,2	52,9	1,7	33,7	2,3
IV	171,3	98,4	97,8	9,9	-41,4	6,6	264,1	133,7	68,9	16,2	40,0	5,3
2007 I	368,1	186,5	82,8	12,5	82,3	3,9	272,0	128,4	108,4	9,0	23,4	2,8
2006 Dic	-58,2	-14,0	27,0	-3,0	-68,5	0,3	41,1	32,8	0,2	5,5	0,7	1,9
2007 Ene	115,9	70,0	6,4	-0,1	38,3	1,2	76,4	52,5	25,2	-3,0	1,2	0,5
Feb	117,0	68,5	33,5	4,2	11,0	-0,2	88,3	49,0	35,1	3,8	1,8	-1,3
Mar	135,2	48,0	42,8	8,4	33,0	2,9	107,3	26,9	48,1	8,2	20,5	3,6
A largo plazo												
2005	713,2	296,5	176,4	22,1	185,5	32,6	714,8	298,4	172,3	22,1	189,3	32,7
2006	764,0	347,0	239,1	33,4	121,3	23,2	763,2	349,3	234,5	33,3	123,0	23,2
2006 II	224,2	87,1	61,4	16,9	49,7	9,1	165,4	84,9	48,8	10,2	12,9	8,6
III	121,3	62,4	34,9	2,6	21,5	-0,1	168,8	67,2	51,5	4,8	42,7	2,6
IV	209,3	96,3	97,1	12,2	-3,3	7,1	261,2	126,5	68,3	11,3	49,2	5,9
2007 I	254,6	140,9	83,2	0,6	26,7	3,3	213,9	107,0	108,7	6,1	-10,1	2,1
2006 Dic	14,7	12,9	26,2	5,5	-30,3	0,4	57,6	38,5	-0,5	6,3	11,3	2,0
2007 Ene	61,3	34,8	6,9	-2,1	21,0	0,7	64,6	38,1	25,5	1,2	-0,2	0,0
Feb	97,6	64,3	33,5	0,1	0,1	-0,4	74,3	46,1	35,5	1,6	-7,6	-1,3
Mar	95,7	41,8	42,7	2,6	5,6	3,0	75,0	22,8	47,7	3,3	-2,3	3,4

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

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

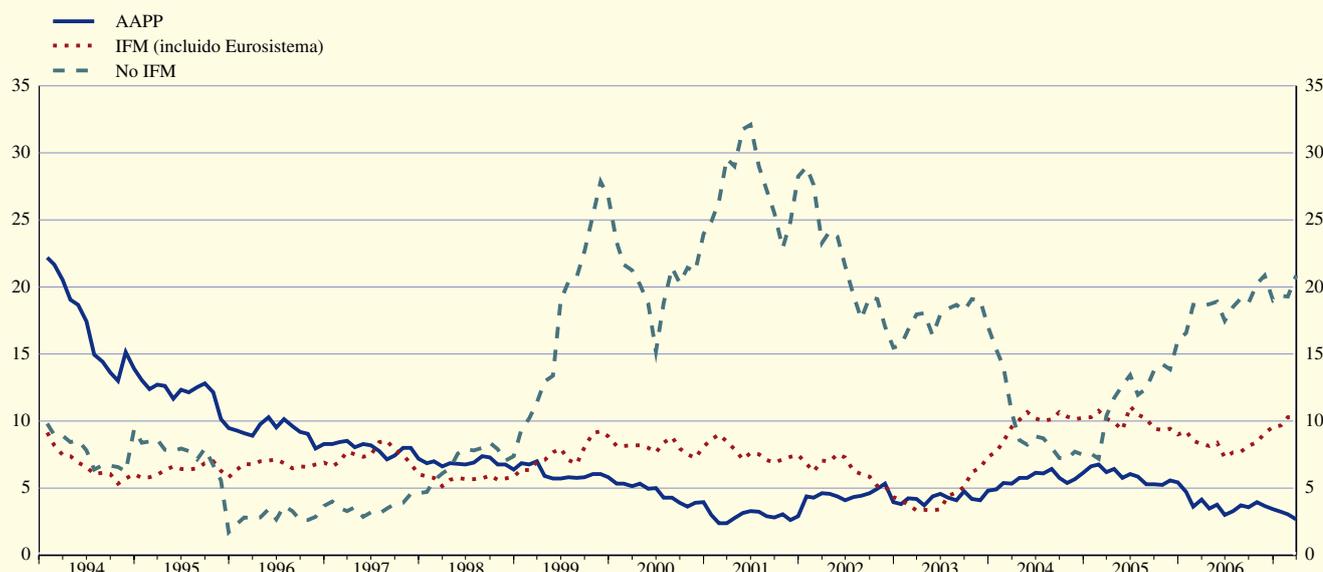


Fuente: BCE.

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 Euro-sistema)	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 Mar	7,6	9,3	27,3	2,8	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	9,2	31,4	3,3	2,7	11,5
May	7,8	10,0	26,6	3,7	2,6	12,2	8,2	10,5	31,4	6,2	1,8	10,5
Jun	6,6	8,1	24,4	4,7	1,8	12,4	7,1	9,6	27,7	6,4	0,7	10,6
Jul	7,0	8,3	26,3	4,8	2,2	11,8	6,9	8,9	26,6	5,4	1,2	10,7
Ago	7,3	8,4	27,9	3,5	2,5	12,2	7,2	8,8	25,2	2,8	2,3	10,2
Sep	7,4	9,0	27,1	4,4	2,2	10,3	6,9	8,8	22,7	4,9	1,9	7,7
Oct	8,0	9,7	29,7	4,1	2,6	9,5	8,1	10,1	28,1	4,9	2,5	7,6
Nov	8,2	10,0	30,1	5,3	2,5	8,7	8,3	9,5	28,8	4,4	3,3	6,9
Dic	7,9	10,2	26,5	6,0	2,1	7,8	8,6	10,8	25,2	5,7	3,4	5,2
2007 Ene	8,0	10,5	27,0	5,4	1,9	7,3	9,0	12,3	27,2	5,3	2,5	4,0
Feb	8,2	10,7	27,0	5,5	2,1	5,7	9,2	12,7	28,8	8,3	1,9	1,3
Mar	8,4	10,4	29,1	6,5	2,4	6,6	10,1	12,1	35,7	8,1	2,9	5,5
A largo plazo												
2006 Mar	7,8	8,3	27,6	4,9	3,6	12,2	8,1	8,0	32,0	5,9	3,3	13,8
Abr	7,5	8,1	27,5	5,3	3,0	10,6	8,1	7,8	31,4	5,9	3,7	12,0
May	7,7	8,4	26,7	6,8	3,2	12,6	7,7	7,7	31,2	8,1	2,7	11,1
Jun	6,8	7,3	24,3	6,5	2,3	12,8	7,3	8,7	27,1	6,7	1,6	10,8
Jul	7,2	7,6	26,2	6,1	2,7	12,0	7,0	7,9	26,0	5,3	2,1	10,8
Ago	7,5	7,7	27,6	5,6	3,1	12,5	7,3	7,8	24,5	4,1	3,3	10,0
Sep	7,6	8,1	26,8	5,8	3,1	10,9	7,1	8,3	21,9	5,8	2,8	8,1
Oct	8,1	8,4	29,4	5,3	3,6	10,0	8,3	9,1	27,5	4,8	3,5	8,2
Nov	8,4	9,1	29,8	5,8	3,3	9,3	9,0	10,5	28,4	3,4	3,9	7,6
Dic	8,2	9,6	26,1	6,4	3,1	8,3	9,1	10,4	25,0	6,1	4,6	5,9
2007 Ene	8,2	9,7	26,6	6,3	2,9	7,6	9,4	11,4	27,2	7,4	3,7	4,5
Feb	8,4	10,3	26,7	5,7	2,8	5,9	9,5	12,8	28,9	7,4	2,4	1,7
Mar	8,5	10,3	28,8	6,2	2,4	6,8	9,9	12,4	36,1	6,6	1,9	5,5

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



Fuente: BCE.

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

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

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras 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	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,2	9,9	4,7
2006	4,5	4,7	13,8	1,2	3,1	13,4	16,6	11,8	42,3	27,5	5,2	4,4
2006 II	4,2	4,5	11,7	1,1	3,0	13,6	16,8	12,0	45,5	28,3	3,6	5,4
III	4,4	4,6	14,9	1,1	2,8	13,8	15,1	10,1	39,5	30,4	4,1	6,3
IV	5,1	5,4	19,5	1,9	3,1	11,0	15,8	11,0	37,8	27,0	5,5	4,6
2007 I	5,3	6,3	19,5	3,9	2,9	7,8	15,3	12,2	34,0	21,6	1,4	4,0
2006 Oct	5,1	5,1	20,0	0,8	3,3	12,0	15,9	10,7	39,2	29,9	6,2	2,8
Nov	5,2	5,6	20,9	2,6	3,0	10,1	16,3	11,4	38,8	24,6	6,5	6,5
Dic	5,2	6,0	18,2	3,1	3,1	9,2	15,3	11,7	33,6	25,4	2,7	5,3
2007 Ene	5,2	5,7	19,0	4,2	3,1	8,3	15,1	12,2	34,0	21,3	0,2	4,8
Feb	5,5	6,6	20,8	3,7	3,0	6,5	15,0	12,3	32,2	20,8	1,0	3,4
Mar	5,1	6,9	19,2	4,3	2,2	8,1	16,4	12,1	37,9	20,3	3,6	2,2
En euros												
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,2	10,3	5,3
2006	3,8	3,1	11,3	0,4	3,2	13,6	15,5	10,1	38,8	30,5	5,4	3,5
2006 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	3,7	3,1	11,2	-0,1	2,9	13,7	13,6	8,1	35,0	34,3	4,1	4,9
IV	4,3	4,1	14,8	0,2	3,3	11,1	14,9	9,6	34,9	29,9	5,6	3,7
2007 I	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,8	14,1	10,9	30,5	22,9	1,5	3,4
2006 Oct	4,2	3,5	14,7	-1,0	3,6	12,1	15,1	9,2	36,8	33,3	6,3	2,0
Nov	4,4	4,4	15,8	0,7	3,2	10,2	15,5	10,1	36,1	27,2	6,6	5,5
Dic	4,6	5,0	14,6	1,2	3,4	9,4	14,1	10,3	30,2	27,3	2,8	4,3
2007 Ene	4,7	5,0	15,0	2,2	3,5	8,2	13,7	10,6	30,6	22,5	0,2	4,1
Feb	4,8	5,8	15,8	1,6	3,3	6,5	13,9	11,3	28,9	21,9	1,1	3,2
Mar	4,5	6,2	15,5	1,6	2,5	8,0	15,5	11,4	34,1	21,3	3,8	1,8

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)

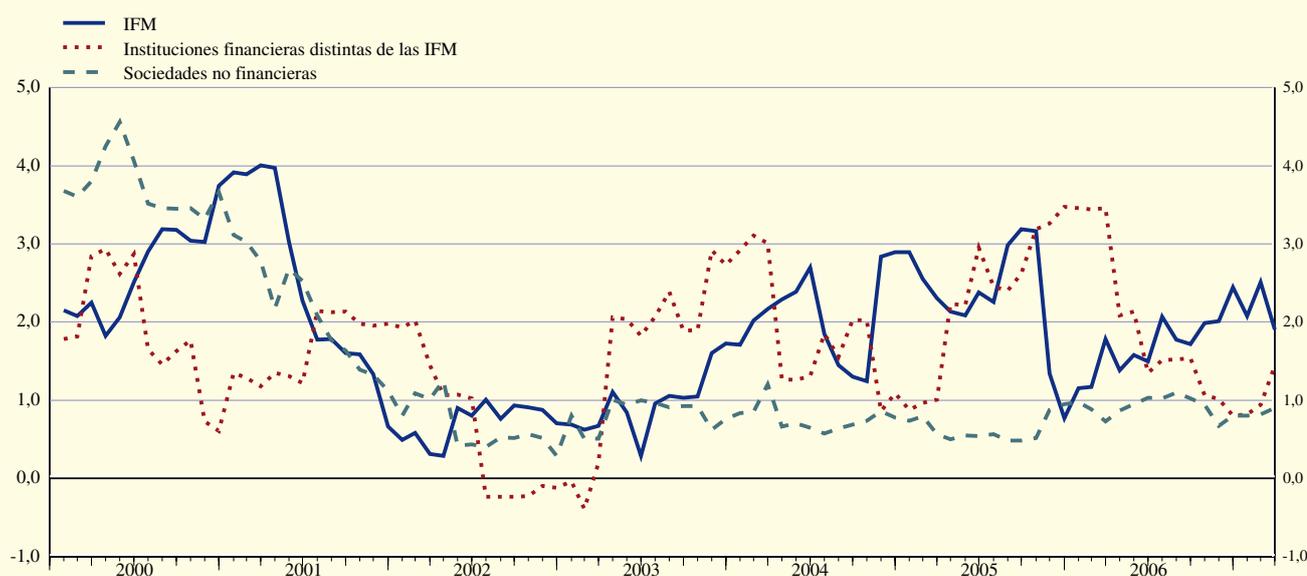
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 interanual (%)	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 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	4.513,5	0,8
Mar	6.423,6	105,1	1,1	1.099,9	1,9	646,2	1,4	4.677,5	0,9

CI9 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

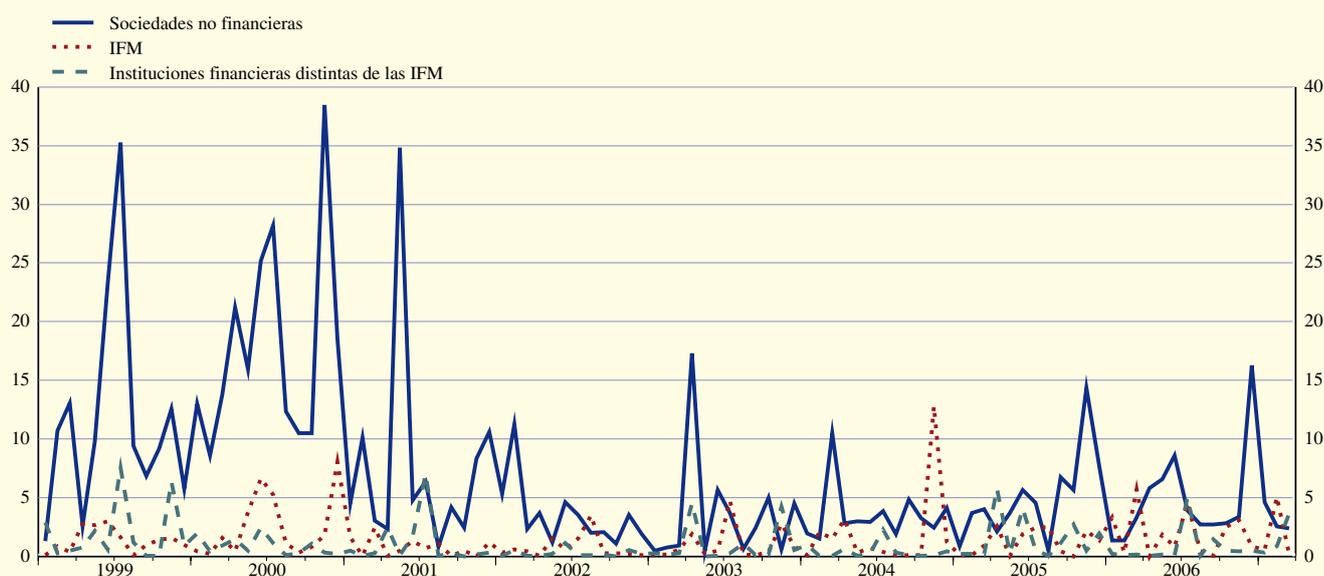
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras 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 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	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,2	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,0

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 euro¹⁾

(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 ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	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 Abr	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
May	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
Jun	0,81	2,57	2,88	2,57	2,04	2,53	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
Jul	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,99	2,76
Ago	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
Sep	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,99	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	1,00	3,37	3,64	2,73	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
Mar	1,02	3,52	3,65	2,72	2,39	3,14	1,70	3,66	3,84	3,69	3,64

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	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 Abr	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62
May	9,78	7,24	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
Jun	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
Jul	9,86	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
Ago	9,95	7,86	6,39	8,15	8,12	4,21	4,36	4,60	4,39	4,59	4,65	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	10,33	7,69	6,86	8,27	8,30	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,37	7,50	6,71	8,33	8,18	4,78	4,78	4,70	4,60	4,95	5,25	5,58	5,17

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	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 Abr		5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
May		5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
Jun		5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
Jul		5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36
Ago		5,56	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	4,71
Feb		6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
Mar		6,07	5,30	5,43	4,83	4,69	4,81	4,84

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) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- 3) 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.
- 4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		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 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	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
Mar	1,02	3,16	3,04	2,39	3,14	1,70	3,61	3,93	3,54

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 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	5,01	4,34	4,70	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,18	4,49	4,80	8,69	6,87	5,99	5,43	4,89	4,84

C21 Nuevos depósitos a plazo

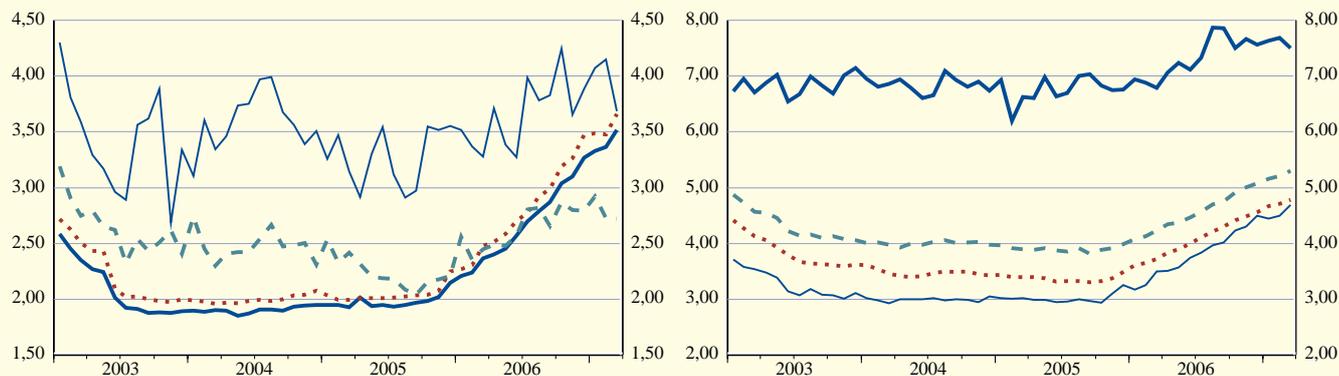
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

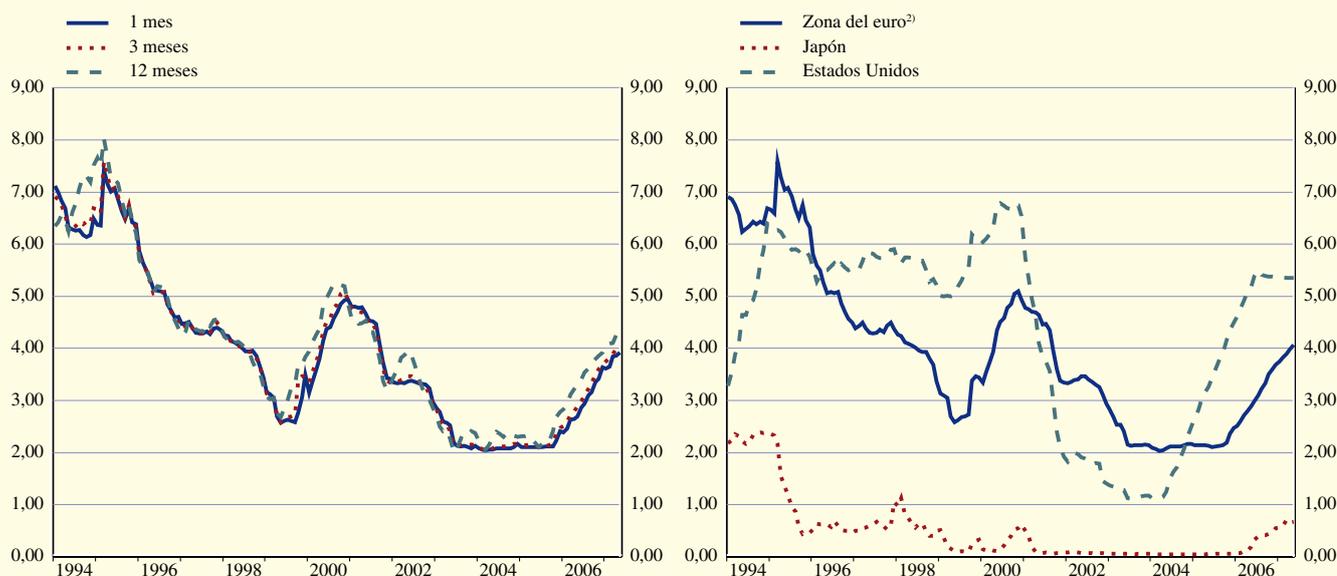
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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 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
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67

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.

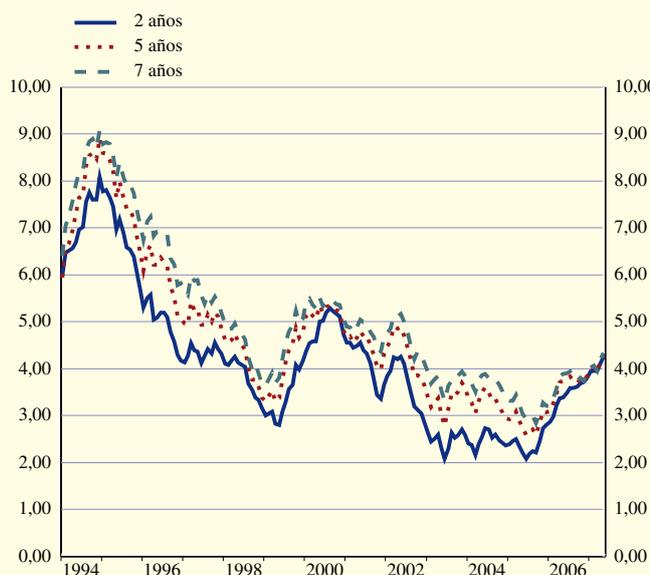
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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 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
May	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67

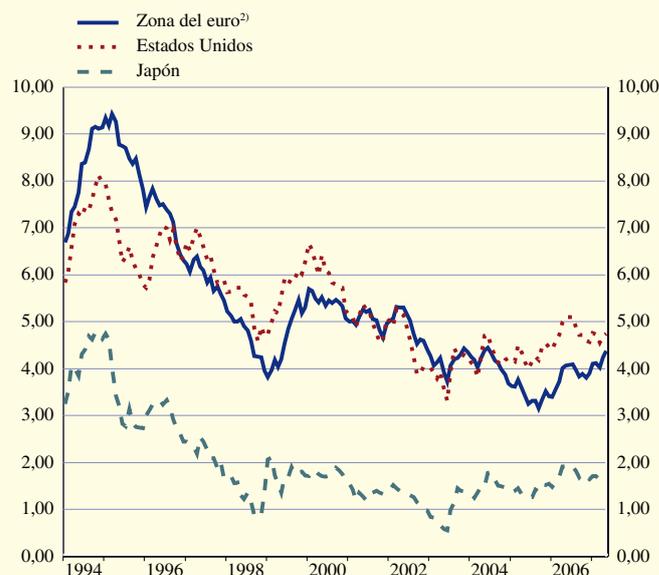
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

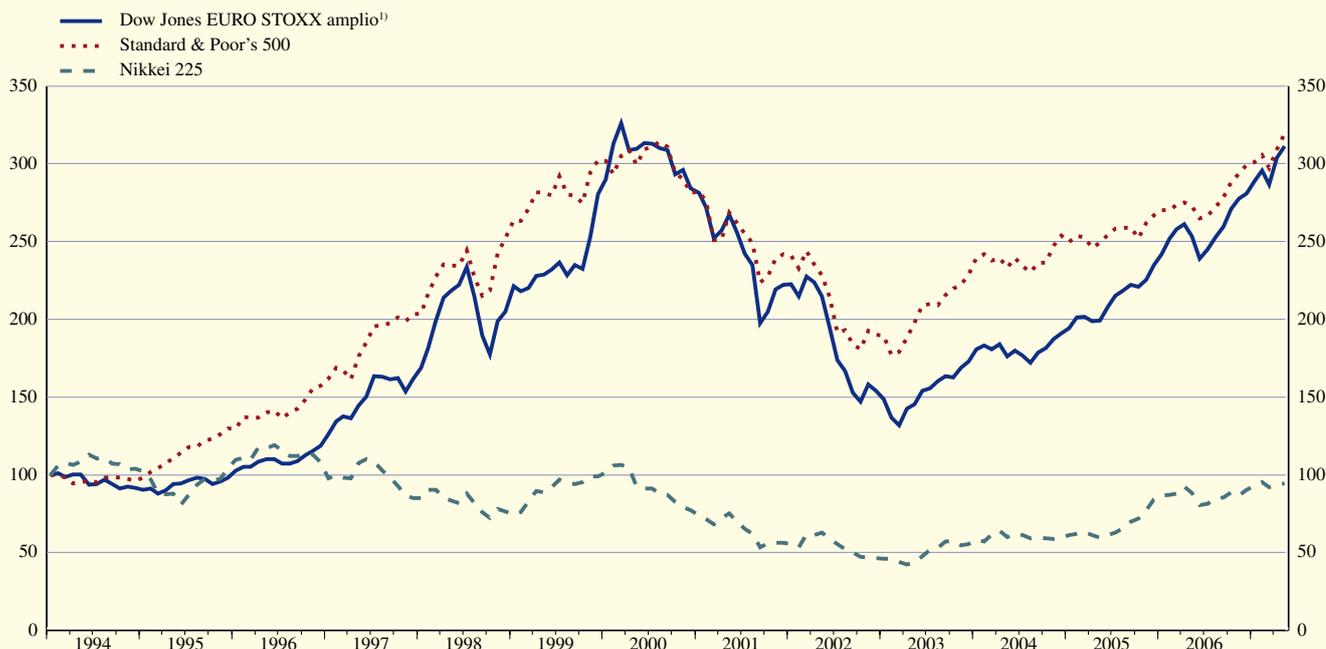
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	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 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
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7

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⁾

	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											
% del total ³⁾	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 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	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,4	0,1	1,3	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6
May ⁴⁾	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ³⁾	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 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
Abr	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del 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.
- 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>.
- En el año 2007.
- 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	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	2,0	1,5	1,3	.	-	-5,5	15,7	44,8
2006 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	6,2	2,0	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	2,8	2,6	3,4	5,9	2,0	1,5	1,9	1,4	0,9	-	-	-2,3	17,6	47,3
Abr	118,2	2,4	2,6	3,4	5,8	2,0	1,6	1,8	1,6	-0,7	-	-	-5,6	15,3	50,2
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-3,9	11,9	50,3

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
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
2007 I	.	.	.	.	.	.	.	1,9

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					Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2003	106,5	1,8	5,9	0,2	3,2	2,1	1,5	2,8	
2004	107,7	1,1	-9,3	0,2	3,4	-0,1	2,3	2,5	
2005	108,7	0,9	7,2	-1,2	3,4	0,3	1,8	1,9	
2006	109,5	0,8	5,1	-1,7	0,9	0,5	2,4	2,2	
2005 IV	109,3	0,9	9,2	-2,0	2,1	0,1	2,1	2,7	
2006 I	109,4	0,9	6,5	-1,5	1,3	0,4	2,6	2,2	
II	109,8	1,1	6,0	-1,5	-0,2	0,8	1,8	3,1	
III	109,6	1,1	5,9	-1,6	0,6	0,4	3,0	2,5	
IV	109,3	0,0	2,0	-2,1	1,8	0,3	2,3	0,8	
Remuneración por asalariado									
2003	107,5	2,1	2,3	2,1	2,7	1,9	2,5	2,0	
2004	109,8	2,2	2,4	2,7	2,5	1,5	1,9	2,5	
2005	111,8	1,7	3,2	1,5	2,3	1,6	2,0	1,9	
2006	114,2	2,2	3,1	2,5	2,7	2,1	1,6	2,2	
2005 IV	112,8	2,2	3,2	1,6	2,4	1,6	1,8	3,3	
2006 I	113,4	2,2	2,6	2,5	2,8	2,1	1,6	2,3	
II	114,2	2,5	2,9	2,5	2,4	2,4	1,1	3,2	
III	114,5	2,4	4,0	2,7	2,4	1,9	1,8	2,6	
IV	114,8	1,7	3,0	2,4	3,4	2,1	2,0	0,5	
Productividad del trabajo ²⁾									
2003	100,9	0,3	-3,3	1,9	-0,5	-0,2	1,0	-0,8	
2004	102,0	1,1	12,9	2,5	-0,9	1,6	-0,4	0,1	
2005	102,8	0,8	-3,8	2,7	-1,1	1,3	0,2	0,0	
2006	104,3	1,4	-1,8	4,3	1,9	1,7	-0,8	0,0	
2005 IV	103,2	1,2	-5,5	3,7	0,3	1,4	-0,3	0,6	
2006 I	103,6	1,3	-3,7	4,1	1,5	1,8	-0,9	0,1	
II	104,1	1,4	-2,9	4,1	2,6	1,6	-0,7	0,1	
III	104,4	1,3	-1,8	4,3	1,8	1,6	-1,2	0,0	
IV	105,0	1,7	1,0	4,6	1,5	1,8	-0,3	-0,2	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,4	2,3	2,7	3,7
2006	113,3	1,8	2,3	2,2	1,9	2,7	2,6	4,0
2006 I	112,5	1,7	2,7	2,4	2,3	2,3	2,8	5,4
II	113,1	1,8	2,6	2,4	2,8	2,8	3,0	5,1
III	113,7	1,9	2,2	2,1	1,9	2,9	2,7	3,5
IV	114,2	1,7	1,7	1,8	0,5	2,9	1,8	2,0
2007 I	115,3	2,5	1,7	1,7	1,3	3,1	2,3	0,4

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	7.486,4	7.329,9	4.291,7	1.531,5	1.504,7	1,9	156,6	2.638,4	2.481,9
2004	7.766,0	7.607,3	4.442,2	1.586,1	1.571,1	7,9	158,7	2.838,8	2.680,1
2005	8.037,7	7.919,1	4.602,0	1.648,0	1.651,8	17,3	118,6	3.044,6	2.926,0
2006	8.412,3	8.309,4	4.784,9	1.712,7	1.783,9	27,9	102,9	3.387,8	3.284,9
2006 I	2.061,3	2.043,6	1.180,1	422,8	430,1	10,5	17,6	819,5	801,9
II	2.091,5	2.069,5	1.190,5	428,3	443,3	7,4	22,1	834,2	812,1
III	2.116,0	2.095,2	1.203,6	429,4	450,6	11,6	20,8	852,0	831,2
IV	2.143,5	2.101,1	1.210,6	432,2	459,9	-1,7	42,4	882,0	839,6
2007 I	2.176,8	2.141,7	1.215,5	436,7	475,4	14,1	35,1	891,0	855,9
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2006 I	0,9	0,5	0,5	1,1	1,2	-	-	3,6	2,7
II	0,9	0,8	0,3	0,1	2,1	-	-	1,0	0,8
III	0,6	0,8	0,7	0,6	1,0	-	-	1,4	2,1
IV	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,5	1,7
2007 I	0,6	1,1	-0,1	0,8	2,5	-	-	0,3	1,6
<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	2,3	-	-	6,9	6,8
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,2	5,0
2006	2,7	2,5	1,7	2,0	4,9	-	-	8,3	7,9
2006 I	2,4	2,4	1,7	2,2	4,3	-	-	9,1	9,4
II	2,9	2,6	1,7	1,7	5,5	-	-	8,1	7,7
III	2,8	3,0	1,7	1,9	4,9	-	-	6,9	7,5
IV	3,3	2,4	1,9	2,2	5,9	-	-	9,8	7,5
2007 I	3,0	3,0	1,3	1,9	7,2	-	-	6,3	6,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2006 I	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,4	-	-
II	0,9	0,8	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	-	-
III	0,6	0,8	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,2	-	-
IV	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,4	0,7	-	-
2007 I	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,5	-0,5	-	-
<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	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,5	1,0	0,4	1,0	0,1	0,3	-	-
2006 I	2,4	2,3	1,0	0,4	0,9	0,0	0,0	-	-
II	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,3	-	-
III	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
IV	3,3	2,4	1,1	0,5	1,2	-0,4	1,0	-	-
2007 I	3,0	3,0	0,7	0,4	1,5	0,4	0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2003	6.725,3	152,6	1.392,3	391,6	1.426,9	1.830,3	1.531,6	761,2
2004	6.969,8	157,8	1.421,1	412,8	1.482,9	1.906,1	1.589,0	796,3
2005	7.199,3	145,6	1.458,4	438,2	1.525,8	1.985,8	1.645,6	838,4
2006	7.508,8	143,7	1.527,0	481,3	1.575,7	2.081,7	1.699,4	903,5
2006 I	1.840,7	35,2	374,3	115,2	386,9	510,0	419,1	220,6
II	1.867,5	35,6	379,0	118,6	391,8	517,1	425,4	224,0
III	1.891,3	36,1	385,3	122,2	397,1	524,4	426,3	224,8
IV	1.909,3	36,8	388,5	125,3	400,0	530,2	428,5	234,2
2007 I	1.936,4	36,3	397,0	128,9	402,2	538,9	433,0	240,4
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2006	100,0	1,9	20,3	6,4	21,0	27,7	22,6	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 I	0,8	-2,5	1,5	0,0	0,7	1,0	0,5	1,7
II	1,0	0,3	1,3	2,6	1,2	1,1	0,3	0,0
III	0,6	-0,2	1,0	1,2	0,6	0,4	0,2	0,8
IV	0,7	2,3	0,6	1,5	0,7	0,7	0,3	2,7
2007 I	0,8	-1,7	1,1	1,9	0,4	0,9	0,5	-0,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-5,9	0,4	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,4	1,8	0,8	2,9	1,8	1,3	1,7
2005	1,5	-5,0	1,1	1,5	1,8	2,2	1,3	1,6
2006	2,6	-1,9	3,8	4,4	2,7	2,6	1,3	3,9
2006 I	2,2	-3,2	3,4	3,7	2,4	2,0	1,3	3,6
II	2,8	-1,8	4,0	4,6	3,0	2,9	1,4	3,6
III	2,8	-2,5	4,3	4,9	2,9	2,7	1,4	3,1
IV	3,1	-0,2	4,4	5,3	3,3	3,2	1,3	5,3
2007 I	3,1	0,6	4,0	7,4	2,9	3,1	1,3	2,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,0	0,0	0,3	0,2	0,2	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	-
2007 I	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	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	0,0	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006	2,6	0,0	0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	-
2006 I	2,2	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	-
II	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
III	2,8	-0,1	0,9	0,3	0,6	0,7	0,3	-
IV	3,1	0,0	0,9	0,3	0,7	0,9	0,3	-
2007 I	3,1	0,0	0,8	0,5	0,6	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	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	2,1	102,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,5
2005	1,1	103,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,3	-0,4
2006	3,8	108,0	4,0	4,4	4,4	5,0	5,9	2,4	4,2	2,1	0,7	4,2
2006 I	3,9	106,3	3,5	3,7	3,6	3,0	5,4	2,2	2,4	2,2	4,0	1,7
II	3,2	107,6	4,3	4,4	4,7	5,7	5,7	2,6	3,7	2,4	0,9	3,7
III	4,2	108,6	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,1	1,5	4,4
IV	4,1	109,3	4,0	4,9	4,9	5,3	6,7	3,1	5,5	2,7	-3,3	6,7
2006 Oct	4,2	108,7	4,1	4,7	4,9	5,4	6,0	3,0	5,0	2,6	-1,6	5,2
Nov	3,8	108,9	3,0	4,0	3,8	3,5	6,5	2,4	5,3	1,9	-3,9	6,6
Dic	4,4	110,3	4,8	6,0	6,0	7,3	7,7	3,9	6,5	3,5	-4,2	8,6
2007 Ene	3,4	109,7	3,3	5,4	5,6	5,5	7,0	3,6	3,8	3,5	-7,5	8,6
Feb	4,8	110,2	3,9	5,8	6,0	7,2	7,4	2,5	5,0	2,1	-7,3	11,5
Mar	4,8	110,7	3,7	5,3	5,5	6,4	6,4	3,2	3,9	3,1	-7,4	11,1
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2006 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	0,5	0,9
Dic	1,0	-	1,3	1,3	1,5	2,1	0,8	1,2	0,9	1,2	1,8	0,8
2007 Ene	-0,4	-	-0,6	-0,1	-0,1	-0,6	0,3	-0,4	-1,5	-0,2	-3,5	0,4
Feb	0,7	-	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	0,0	0,7	-0,1	-0,2	1,3
Mar	0,9	-	0,4	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	-0,2	0,7	0,3	0,9

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
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	121,5	9,5	118,9	7,3	3,4	108,8	2,0	0,7	2,6	2,9	4,7	964	2,4
2006 II	119,7	8,4	118,2	6,4	3,7	108,5	2,2	1,3	2,5	2,9	4,0	972	2,9
III	123,3	10,6	119,8	6,5	3,8	109,2	2,3	1,3	2,7	3,5	5,0	937	-1,8
IV	125,4	7,0	121,9	7,6	3,4	109,6	2,2	-0,2	3,5	3,3	6,8	982	5,1
2007 I	127,9	8,5	124,5	7,7	2,5	109,6	1,4	0,0	2,4	4,1	4,5	947	-1,7
2006 Nov	125,0	6,3	122,3	8,0	3,3	109,6	2,1	-0,1	3,3	3,4	7,0	972	4,4
Dic	127,2	2,0	123,5	4,0	4,1	110,2	3,0	0,2	4,4	4,5	7,9	1.026	13,2
2007 Ene	127,2	12,4	123,4	10,1	2,0	109,1	0,9	-0,5	1,6	2,3	3,9	938	-2,9
Feb	126,4	5,1	124,0	7,4	2,0	109,6	1,1	-0,8	2,6	4,8	4,2	933	-3,7
Mar	130,2	8,1	126,1	5,9	3,3	110,0	2,2	1,2	2,9	5,6	5,3	971	0,8
Abr	.	.	.	.	2,9	110,2	1,6	0,7	2,3	.	.	920	-5,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2006 Nov	-	0,8	-	2,1	0,7	-	0,5	0,1	0,7	1,3	1,0	-	2,5
Dic	-	1,8	-	1,0	0,5	-	0,5	0,2	0,6	0,5	1,2	-	5,5
2007 Ene	-	0,0	-	-0,1	-0,8	-	-0,9	-0,4	-1,2	0,9	-2,1	-	-8,6
Feb	-	-0,6	-	0,4	0,4	-	0,4	0,3	0,7	-1,2	0,4	-	-0,5
Mar	-	2,9	-	1,7	0,6	-	0,4	0,3	0,3	-1,8	0,9	-	4,1
Abr	-	.	-	.	0,3	-	0,2	0,5	0,1	.	.	-	-5,3

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				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-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 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
May	111,9	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	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 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	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
May	0	-7	6	2	5	11	13	22	19	22	25

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 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	17,5	7,6	24,8	15,3	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,374	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,8
2004	137,365	0,7	0,7	0,9	-1,2	-1,3	1,5	1,0	2,1	1,2
2005	138,448	0,8	1,0	-0,1	-1,4	-1,2	2,7	0,7	2,1	1,3
2006	140,383	1,4	1,5	1,0	-0,1	-0,2	2,7	1,2	3,5	1,4
2005 IV	138,911	0,7	1,0	-1,0	-1,1	-1,1	2,4	0,5	2,5	0,8
2006 I	139,577	1,0	1,1	0,6	0,2	-0,6	2,0	0,8	2,8	1,2
II	140,255	1,5	1,5	1,3	1,2	-0,1	1,9	1,5	3,4	1,3
III	140,627	1,5	1,6	0,8	-0,7	0,1	2,9	1,2	3,8	1,3
IV	141,072	1,6	1,7	1,1	-1,1	-0,3	4,1	1,4	3,9	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2005 IV	0,406	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,9	0,3	1,1	-0,1
2006 I	0,666	0,5	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,6
II	0,677	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,7	0,5	0,9	0,4
III	0,373	0,3	0,4	-0,4	-1,8	0,0	0,9	0,1	1,0	0,4
IV	0,445	0,3	0,3	0,1	-0,4	-0,2	1,6	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	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,9	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	18,2	6,193	7,5	6,690	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	12,208	8,2	9,189	7,0	3,019	17,4	5,832	7,0	6,376	9,7
II	11,765	7,9	8,904	6,8	2,861	16,6	5,682	6,8	6,083	9,3
III	11,563	7,8	8,701	6,6	2,862	16,6	5,526	6,6	6,038	9,2
IV	11,314	7,6	8,483	6,4	2,832	16,5	5,352	6,4	5,963	9,0
2007 I	10,869	7,3	8,103	6,1	2,767	16,1	5,105	6,1	5,764	8,7
2006 Nov	11,312	7,6	8,491	6,4	2,822	16,4	5,350	6,4	5,962	9,0
Dic	11,190	7,5	8,378	6,3	2,812	16,4	5,303	6,4	5,887	8,9
2007 Ene	11,039	7,4	8,233	6,2	2,806	16,4	5,212	6,2	5,827	8,8
Feb	10,863	7,3	8,090	6,1	2,773	16,2	5,098	6,1	5,764	8,7
Mar	10,707	7,2	7,985	6,0	2,721	15,9	5,005	6,0	5,701	8,6
Abr	10,611	7,1	7,924	6,0	2,688	15,7	4,954	5,9	5,657	8,6

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	Empleadores	Asalariados	Ventas	12	Impuest. sobre el capital	
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	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,1	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	13,9	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	42,0

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	10	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE		
														2	3	4	5	6	7	8	9	11	12	13
1998	48,9	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	47,6	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	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,4

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		7	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	11,6
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	-0,2	0,3	1,4	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,6	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	25,3	11,9	11,2	23,3
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	17,3	10,4	7,8	35,0
2006	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,6	7,6	7,5	36,2

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
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	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
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	68,9	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,4	4,6	13,7	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.

- 1) 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.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	49,7	49,2	13,9	14,0	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,8
2001 I	42,3	41,9	10,5	12,8	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,7
II	47,0	46,6	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,4	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,0	48,5	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 I	42,0	41,6	10,1	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,7	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 I	42,1	41,6	9,8	12,9	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	46,0	44,6	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
IV	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,5	41,1	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
II	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
IV	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 I	42,2	41,6	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,6
II	45,0	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,9
III	43,4	42,7	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,5	48,8	13,5	14,4	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,3
2006 I	42,8	42,4	10,3	13,4	15,4	1,7	0,8	0,5	0,3	39,3
II	46,2	45,8	12,7	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	42,1
III	43,7	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,9	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,6	0,3	45,0

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	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	25,8	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,1	3,8
2001 I	45,7	42,3	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
IV	51,1	46,1	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
2002 I	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,2	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
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	-3,3	0,2
IV	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
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	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-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	-1,9	1,2
2004 I	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,8
II	46,7	43,4	10,4	4,9	3,1	25,0	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,2	42,7	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,4	1,6
2005 I	47,1	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,5	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
II	46,6	43,2	10,3	5,0	3,2	24,7	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
III	45,9	42,4	9,9	4,8	2,9	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	0,9	-2,5	0,5
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006 I	45,9	42,7	10,1	4,6	3,0	25,1	21,4	1,2	3,2	1,9	1,2	-3,0	-0,1
II	46,3	42,9	10,3	4,9	3,1	24,5	21,4	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
III	46,3	42,1	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,3	2,5	1,7	-2,6	0,3
IV	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,1	22,4	1,4	5,4	3,3	2,2	-0,9	1,8

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⁾

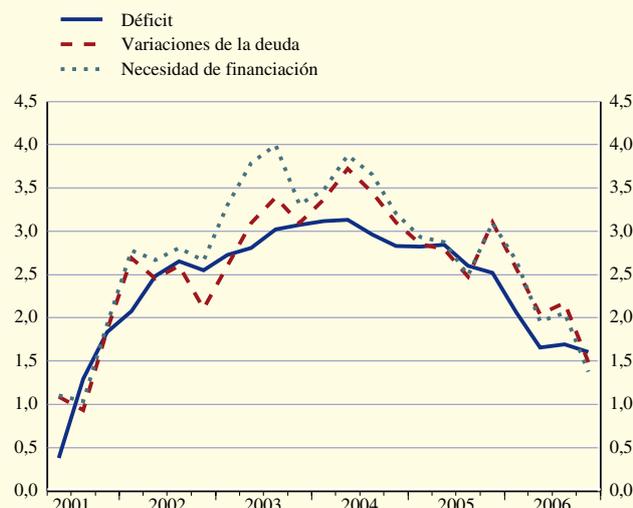
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 I	70,6	2,1	12,3	5,5	50,8
II	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
IV	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 I	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
II	71,7	2,3	11,6	5,2	52,6
III	71,3	2,4	11,7	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	52,0
III	70,6	2,5	11,6	4,7	51,7
IV	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Otros 10	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			
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7		Acciones y otras participaciones 8		
2004 I	8,5	-5,1	3,4	1,9	1,4	-0,1	0,2	0,5	0,0	1,4	8,4
II	5,8	-1,5	4,3	4,0	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
III	1,8	-3,4	-1,6	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
IV	-3,2	-1,4	-4,6	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2	-3,0
2005 I	7,3	-5,0	2,3	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	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	-1,9	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6
IV	-0,6	-1,2	-1,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006 I	5,0	-3,0	1,9	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,2
II	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,3	0,7	-0,7	2,6
III	1,1	-2,6	-1,4	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,8	1,0
IV	-3,1	-0,9	-3,9	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-3,0

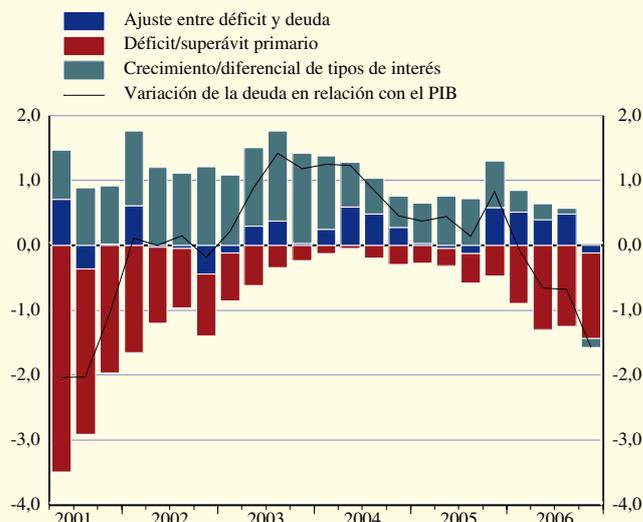
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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
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
2007 I	-1,4	7,9	6,2	2,3	-17,8	5,5	4,1	-5,1	-32,8	133,4	-14,6	-89,6	-1,5	1,0
2006 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	-5,7	2,5	2,9	0,4	-11,5	1,4	-4,3	-9,2	-12,4	26,2	-7,8	-14,7	-0,6	13,6
Mar	8,8	8,5	2,7	2,9	-5,3	1,6	10,4	-37,9	-8,1	71,7	-1,8	-101,8	2,1	27,6
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2007 Mar	7,0	42,0	37,8	-0,3	-72,4	14,9	21,9	56,2	-154,1	383,3	-9,6	-154,7	-8,9	-78,1

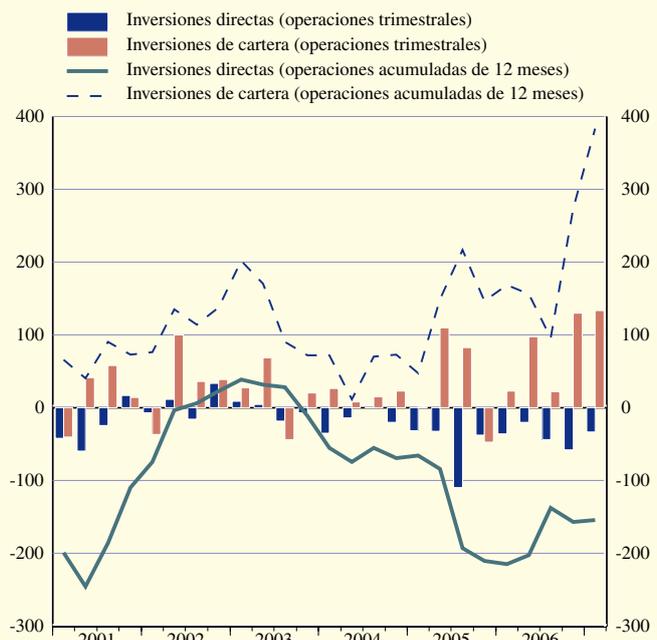
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

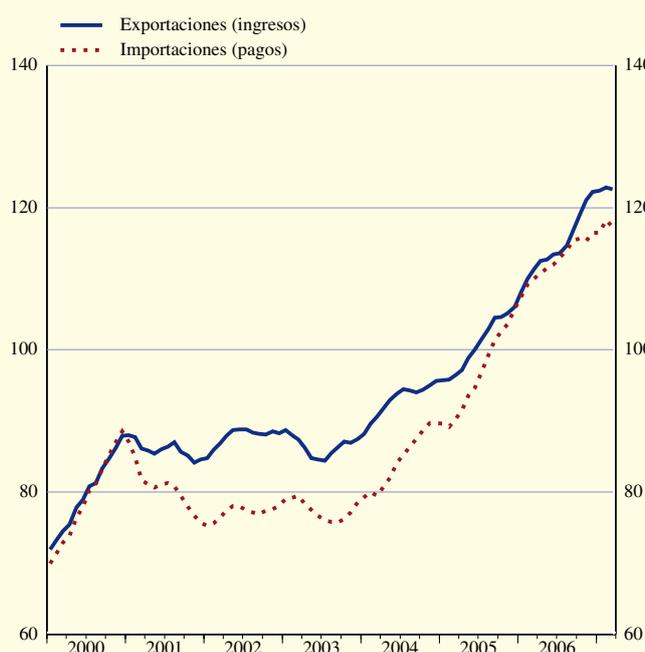
(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
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
2007 I	606,7	608,1	-1,4	361,3	353,4	103,1	96,9	114,0	111,7	28,3	46,2	7,5	2,1
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	196,2	201,9	-5,7	116,7	114,2	33,0	30,1	34,1	33,7	12,4	23,9	1,9	0,5
Mar	218,4	209,6	8,8	131,2	122,7	36,8	34,1	43,8	40,9	6,6	11,9	2,1	0,6
	Datos desestacionalizados												
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	.	.
2007 I	625,9	620,8	5,1	367,6	351,8	112,8	101,5	122,2	128,1	23,3	39,4	.	.
2006 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	211,8	215,5	-3,7	123,5	119,8	37,3	33,2	38,5	43,4	12,4	19,1	.	.
Mar	212,2	206,8	5,4	123,9	116,7	38,7	34,5	43,5	44,4	6,1	11,2	.	.

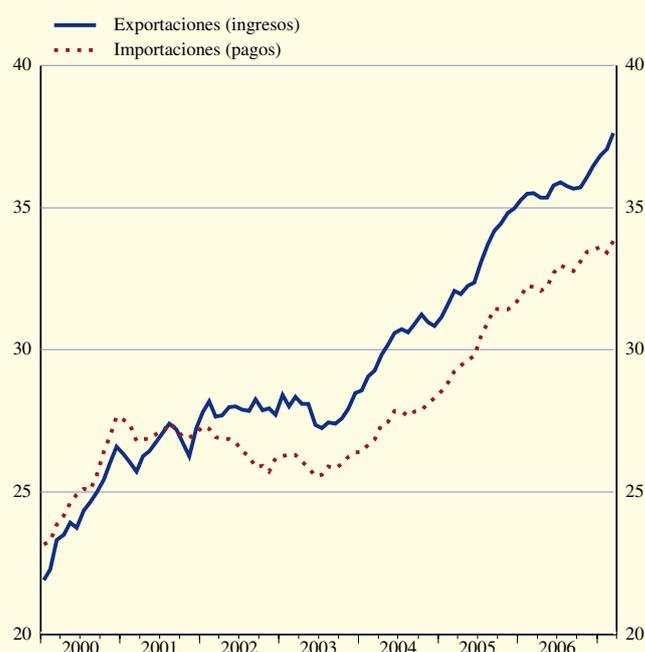
C32 Bienes

(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
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
2007 I	-75,4	-55,4	-10,5	-44,9	-20,0	2,2	-22,1	42,6	8,7	0,7	8,1	33,9	-1,1	35,0
2006 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	-29,6	-10,8	-0,1	-10,7	-18,8	-0,3	-18,5	17,2	7,7	4,2	3,5	9,4	0,2	9,2
Mar	-21,5	-18,8	-7,8	-11,1	-2,7	0,2	-2,8	13,4	-1,0	-3,8	2,8	14,3	-0,2	14,5

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	AAPP		Otros sectores	Pasivos
			AAPP		AAPP				AAPP						
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
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
2007 I	0,0	-16,4	0,8	-	109,3	-0,6	-50,1	-41,8	-	134,5	0,7	-25,5	-2,9	-	24,8
2006 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	-14,7	-7,5	-	40,4	0,0	-15,5	-14,0	-	35,6	0,1	-4,3	1,5	-	4,6
Mar	0,0	4,2	11,8	-	25,7	-0,5	-2,4	-16,8	-	63,3	0,2	-12,8	-2,2	-	1,3

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
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
2007 I	-388,5	298,9	-5,4	9,4	3,9	5,5	1,1	-280,1	249,9	-60,9	22,8	-219,2	227,2	-106,8	-37,0	38,5
2006 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	-126,2	111,6	-3,5	0,4	0,1	1,6	4,6	-89,8	78,2	-4,7	7,8	-85,1	70,3	-33,1	-10,3	28,4
Mar	-120,3	18,5	-0,4	3,2	2,8	2,6	1,8	-98,6	27,0	-29,2	5,5	-69,5	21,5	-24,1	4,0	-13,5

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 comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	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 comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	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.

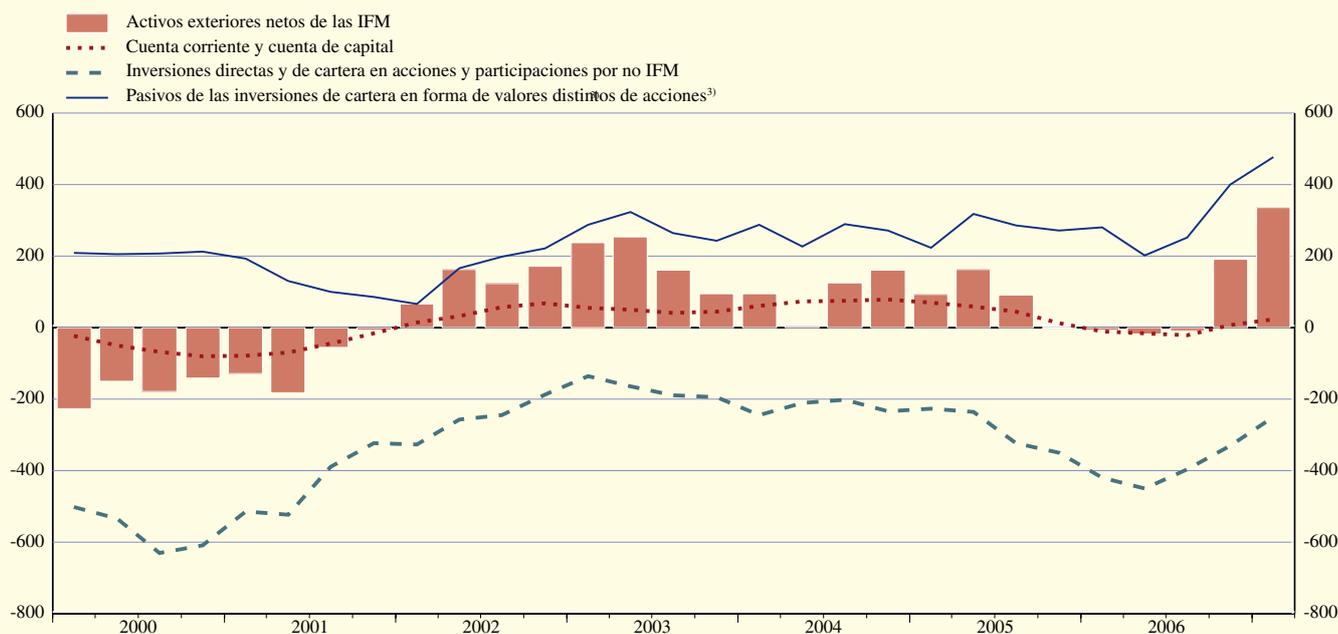
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(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 participaciones 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	399,3	-225,7	264,7	-2,6	-140,4	179,8	191,1
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	60,2
III	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
IV	27,9	-55,5	15,3	-49,8	67,5	145,0	-63,5	75,3	-0,8	1,2	162,4	166,8
2007 I	4,1	-67,1	43,7	-43,9	90,6	151,8	-102,9	39,6	-14,6	1,5	102,7	106,0
2006 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	3,9
Ago	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
Sep	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
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	18,4	5,6	29,2	-4,5	11,8	70,2	75,8
2007 Ene	-2,0	-24,0	13,1	-16,7	33,6	46,2	-48,6	18,3	-4,9	-40,1	-25,0	-25,2
Feb	-4,3	-29,2	17,0	-20,0	45,0	35,0	-33,0	33,0	-7,8	13,6	49,3	38,7
Mar	10,4	-13,9	13,6	-7,1	12,3	70,6	-21,3	-11,8	-1,8	27,6	78,4	92,4
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2007 Mar	23,6	-291,4	180,2	-151,4	205,0	476,4	-248,5	228,1	-9,5	-79,4	333,2	335,1

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veánse las Notas Generales.
- Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 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 período)

	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 internacional (incluidas reservas internacionales)

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

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2002	-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	-11,5	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	134,4	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 III	11.857,5	142,8	2.944,9	4.213,6	300,0	4.073,9	325,1
IV	12.325,0	146,6	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	144,5	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 III	12.814,5	154,3	2.511,5	5.508,4	315,4	4.479,2	-
IV	13.294,7	158,1	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				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Activos			Pasivos		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			
			AAPP				Otros sectores	AAPP				Otros sectores	AAPP		Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	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

	Eurosistema					AAPP						
	Activos		Pasivos			Activos				Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	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 Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	1.685,1	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	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 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 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
Abr	330,0	179,9	361,562	4,6	4,1	141,4	4,2	25,7	111,1	-	-	-	0,4	0,0	27,3	-25,0
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 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
IV	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 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
Abr	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,8	0,8	3,9	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,2

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	1.056,9	499,3	221,3	299,8	916,4	987,7	553,0	164,1	240,1	708,6	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,6	246,7	314,6	994,2	1.073,3	604,3	183,2	255,5	767,3	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,0	590,2	269,6	334,6	1.068,6	1.223,2	704,8	206,3	275,8	842,7	186,3
2006	11,1	13,3	1.379,5	662,4	289,3	366,0	1.183,8	1.390,7	824,7	207,3	302,1	939,2	224,8
2005 IV	9,8	15,9	321,6	154,4	69,0	86,4	276,5	328,3	188,7	55,5	72,5	222,3	53,8
2006 I	16,0	22,4	332,2	159,1	71,7	90,0	282,6	337,5	199,3	53,9	74,1	224,4	55,1
II	9,4	14,4	340,6	162,6	71,5	89,9	290,6	344,6	205,1	52,2	75,0	231,6	57,3
III	8,0	10,4	346,3	167,3	71,5	90,9	298,0	353,9	211,6	50,9	75,3	238,4	60,0
IV	11,6	7,4	360,3	173,4	74,7	95,2	312,6	354,7	208,8	50,3	77,7	244,8	52,3
2007 I	9,3	5,5	365,5	.	.	.	311,2	358,0	.	.	.	248,2	.
2006 Oct	16,1	13,7	118,2	57,1	24,5	31,3	101,9	117,7	69,6	17,0	25,7	80,6	18,0
Nov	12,6	6,2	120,0	58,3	25,7	31,2	105,0	116,2	68,6	16,7	25,8	80,7	17,0
Dic	6,2	2,4	122,2	58,0	24,5	32,7	105,7	120,8	70,5	16,6	26,1	83,5	17,4
2007 Ene	12,0	8,2	121,4	49,1	22,1	30,9	104,2	119,5	63,3	14,0	23,4	83,1	16,1
Feb	9,7	7,5	121,4	48,9	22,1	30,1	103,9	120,9	63,6	13,9	24,0	84,0	15,4
Mar	6,8	1,2	122,8	.	.	.	103,2	117,7	.	.	.	81,1	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,4	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004	9,0	6,5	117,4	115,5	119,9	118,4	118,0	107,8	104,1	109,1	117,4	108,2	105,2
2005	4,9	5,1	123,6	120,1	129,5	123,5	124,2	113,8	107,5	123,5	123,5	116,3	109,8
2006	7,4	5,6	133,2	129,3	136,3	131,0	134,0	120,6	113,6	123,9	130,6	125,3	109,7
2005 IV	5,6	5,4	126,5	122,9	131,6	125,6	127,2	116,9	108,0	131,4	126,5	120,8	110,7
2006 I	10,5	8,5	128,7	125,2	134,7	129,1	128,2	117,0	110,4	126,1	127,7	120,1	105,6
II	5,2	3,8	132,0	127,9	135,0	128,5	132,3	119,1	112,2	124,9	130,7	124,5	106,2
III	5,0	4,5	133,7	130,2	135,3	130,4	135,0	121,9	115,3	122,7	129,7	126,6	115,9
IV	9,0	5,7	138,4	134,1	140,1	136,1	140,4	124,3	116,5	121,7	134,1	129,9	111,0
2007 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Oct	13,4	11,5	136,3	132,8	138,0	134,3	137,3	124,3	117,2	123,6	133,0	128,5	115,9
Nov	9,5	4,2	138,2	134,8	144,8	134,2	141,5	122,0	115,0	120,6	134,1	128,0	111,6
Dic	4,1	1,5	140,6	134,5	137,5	139,9	142,5	126,4	117,2	121,0	135,3	133,1	105,4
2007 Ene	11,0	9,3	139,5	112,9	124,9	131,9	140,1	125,5	105,5	102,8	120,7	131,5	104,4
Feb	7,5	8,0	138,7	111,9	124,3	127,5	138,8	126,3	106,0	100,3	123,2	132,1	100,7
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,5
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,5
2006	3,6	7,4	103,8	104,5	98,7	106,5	101,8	112,8	123,1	91,4	105,2	101,8	166,8
2005 IV	4,0	9,9	101,9	102,5	97,6	105,0	100,2	109,8	118,5	92,3	104,2	99,9	158,1
2006 I	5,0	12,8	103,4	103,7	99,0	106,3	101,6	112,9	122,4	93,4	105,5	101,5	170,0
II	4,0	10,2	103,4	103,8	98,5	106,8	101,3	113,2	124,0	91,4	104,4	101,1	175,5
III	2,8	5,7	103,8	104,9	98,3	106,3	101,8	113,6	124,5	90,6	105,6	102,3	168,2
IV	2,4	1,6	104,4	105,6	99,1	106,7	102,6	111,6	121,6	90,4	105,3	102,4	153,6
2007 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Oct	2,4	1,9	104,2	105,2	99,1	106,8	102,6	111,1	121,0	90,2	105,5	102,2	151,2
Nov	2,9	1,9	104,3	105,9	99,0	106,4	102,7	111,8	121,3	91,0	105,1	102,7	148,5
Dic	2,1	0,9	104,5	105,7	99,2	106,9	102,6	112,1	122,4	89,8	105,4	102,1	161,1
2007 Ene	0,9	-1,0	104,6	106,5	98,8	107,2	102,8	111,7	122,1	89,4	105,5	103,0	150,5
Feb	2,0	-0,5	105,2	107,0	99,3	108,0	103,5	112,3	122,1	90,8	106,1	103,6	149,6
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.056,9	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,3	135,3	59,2	37,9	91,0
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,3	150,3	64,2	40,4	96,0
2005	1.237,0	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,8
2006	1.379,5	31,1	49,7	214,7	193,8	55,3	76,5	38,5	199,7	53,5	34,5	183,1	76,9	54,3	117,7
2005 IV	321,6	7,5	11,3	51,2	42,5	11,5	17,7	9,5	48,3	11,5	8,5	42,2	19,3	12,4	28,1
2006 I	332,2	7,5	11,6	53,2	44,5	12,5	18,1	9,7	49,6	12,7	8,7	43,6	19,3	13,1	28,1
II	340,6	7,7	12,3	53,3	47,6	13,0	18,4	9,8	49,8	12,7	8,5	45,1	18,9	13,4	30,3
III	346,3	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,7	13,5	8,6	45,8	19,0	13,7	28,7
IV	360,3	8,1	13,1	54,0	52,2	15,6	20,7	9,5	50,7	14,6	8,6	48,6	19,7	14,1	30,7
2007 I	365,5	.	.	.	.	15,6	20,5	10,0	48,5	14,1	8,5	49,0	21,2	14,7	.
2006 Oct	118,2	2,7	4,4	18,0	17,1	5,2	7,0	3,1	16,0	4,7	3,0	15,7	6,4	4,7	10,3
Nov	120,0	2,7	4,3	18,1	17,3	5,3	6,8	3,4	17,1	5,0	2,9	16,5	6,7	4,6	9,4
Dic	122,2	2,7	4,4	18,0	17,9	5,1	6,9	3,1	17,6	4,9	2,8	16,4	6,7	4,7	11,0
2007 Ene	121,4	2,8	4,5	18,9	17,7	5,1	7,0	3,5	16,6	4,6	2,8	16,5	7,0	4,9	9,4
Feb	121,4	2,8	4,4	18,7	17,8	5,2	6,8	3,2	16,2	4,8	2,8	16,2	7,0	4,9	10,6
Mar	122,8	.	.	.	.	5,3	6,6	3,3	15,8	4,7	2,8	16,3	7,1	4,9	.
<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	75,5
2004	1.073,3	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,0	72,8	45,2	74,8
2005	1.223,2	26,3	42,2	152,5	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006	1.390,7	27,4	47,4	165,6	153,7	94,4	62,1	29,1	128,2	143,6	56,0	212,5	109,5	65,9	95,3
2005 IV	328,3	6,6	11,0	39,3	34,0	21,1	15,2	6,7	31,1	32,1	13,7	52,8	26,3	14,8	23,6
2006 I	337,5	6,7	11,3	41,1	35,3	23,3	15,0	7,1	31,7	33,4	14,2	51,7	26,7	15,6	24,5
II	344,6	6,7	11,5	42,9	37,3	24,5	15,4	7,5	31,6	34,4	13,9	53,7	27,0	15,9	22,5
III	353,9	7,0	12,1	41,4	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,0	14,3	54,7	27,9	16,7	25,3
IV	354,7	6,9	12,6	40,3	41,7	22,9	15,8	7,3	32,6	39,8	13,6	52,4	27,9	17,8	23,1
2007 I	358,0	.	.	.	.	22,7	16,7	7,9	33,0	42,0	14,5	51,2	25,7	18,1	.
2006 Oct	117,7	2,2	4,1	13,4	13,8	7,6	5,2	2,4	10,9	12,5	4,6	17,9	9,2	5,7	8,3
Nov	116,2	2,3	4,1	13,5	13,6	7,6	5,2	2,4	10,4	13,4	4,5	17,4	9,3	5,9	6,5
Dic	120,8	2,4	4,5	13,4	14,2	7,7	5,3	2,5	11,4	13,8	4,5	17,1	9,4	6,2	8,3
2007 Ene	119,5	2,4	4,3	13,4	14,1	7,5	5,5	2,6	11,1	13,8	5,0	17,3	8,8	6,2	7,4
Feb	120,9	2,2	4,2	13,5	13,8	7,6	5,6	2,7	11,2	14,0	4,8	17,7	8,8	6,1	8,7
Mar	117,7	.	.	.	.	7,5	5,6	2,7	10,6	14,3	4,7	16,2	8,1	5,8	.
<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	69,2	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,7	-6,4	-9,6	-1,8	15,4
2004	69,5	0,4	2,4	60,3	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,5	-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	-23,9	-23,0	-6,7	21,9
2006	-11,3	3,8	2,2	49,1	40,2	-39,1	14,4	9,5	71,5	-90,2	-21,6	-29,4	-32,6	-11,6	22,4
2005 IV	-6,7	0,9	0,4	11,9	8,5	-9,6	2,5	2,8	17,2	-20,6	-5,2	-10,5	-7,0	-2,4	4,4
2006 I	-5,4	0,8	0,3	12,1	9,2	-10,8	3,0	2,6	17,9	-20,8	-5,4	-8,0	-7,4	-2,4	3,6
II	-4,0	1,0	0,8	10,4	10,2	-11,5	3,0	2,3	18,1	-21,6	-5,4	-8,6	-8,1	-2,5	7,8
III	-7,6	0,8	0,7	12,9	10,1	-9,6	3,4	2,3	17,5	-22,5	-5,7	-8,9	-8,9	-3,0	3,4
IV	5,7	1,2	0,5	13,7	10,5	-7,3	5,0	2,2	18,1	-25,2	-5,0	-3,8	-8,2	-3,6	7,6
2007 I	7,5	.	.	.	.	-7,0	3,8	2,2	15,5	-27,9	-6,0	-2,2	-4,5	-3,4	.
2006 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	-0,9	2,0
Nov	3,8	0,4	0,2	4,6	3,7	-2,3	1,6	0,9	6,7	-8,5	-1,6	-1,0	-2,7	-1,3	2,9
Dic	1,5	0,3	-0,1	4,5	3,6	-2,6	1,6	0,6	6,2	-9,0	-1,7	-0,7	-2,7	-1,5	2,8
2007 Ene	1,9	0,4	0,2	5,5	3,7	-2,4	1,5	1,0	5,5	-9,2	-2,1	-0,9	-1,8	-1,4	2,0
Feb	0,5	0,6	0,2	5,2	4,0	-2,4	1,3	0,5	4,9	-9,2	-2,0	-1,5	-1,7	-1,1	1,8
Mar	5,1	.	.	.	.	-2,2	1,0	0,7	5,1	-9,6	-1,9	0,2	-1,0	-0,9	.

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



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 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	100,9	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	104,7
2006 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	104,6	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	104,4	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,6
Mar	106,1	106,5	105,3	-	-	-	112,7	105,2
Apr.	107,1	107,5	106,4	-	-	-	113,7	106,0
May	107,3	107,6	106,6	-	-	-	113,6	105,9
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2007 May	0,1	0,2	0,2	-	-	-	-0,1	-0,1
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2007 May	3,2	2,6	3,2	-	-	-	2,8	1,8

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

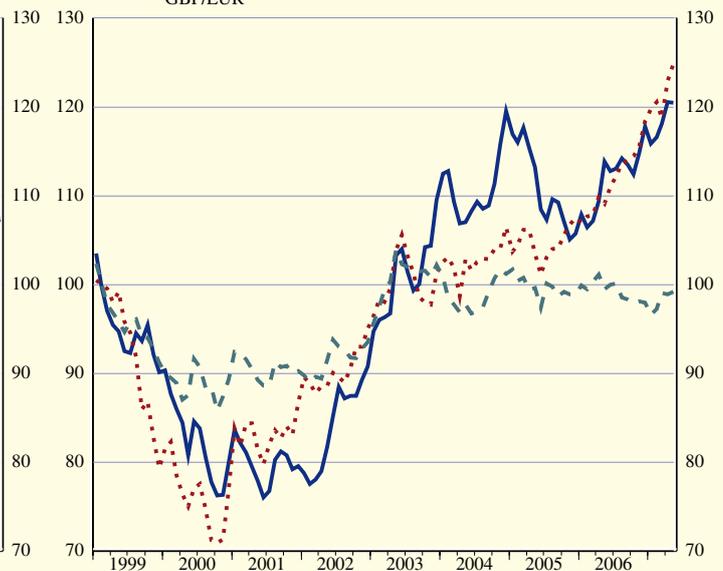
— TCE-24 nominal
 TCE-24 real deflactado por el IPC



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 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
May	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1,253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
	% variación sobre mes anterior											
2007 May	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,6	0,8	-0,4	0,0	0,5	-3,5	0,2	0,3
	% variación sobre año anterior											
2007 May	-0,1	-1,3	-0,3	5,8	14,4	6,1	4,3	6,7	2,2	4,4	4,4	-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 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	
May	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836	
	% variación sobre mes anterior											
2007 May	0,8	0,0	0,3	-1,0	0,0	1,0	0,0	-0,9	0,7	0,0	-1,5	
	% variación sobre año anterior											
2007 May	-0,1	0,0	1,4	0,1	0,0	-5,3	0,0	-2,9	-10,2	0,0	-6,4	
	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 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	
May	10,3689	7,3258	85,12	11,927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029	
	% variación sobre mes anterior											
2007 May	-0,7	-1,0	-3,7	-3,0	-1,0	0,3	-2,0	0,0	-1,3	1,1	-1,8	
	% variación sobre año anterior											
2007 May	1,3	0,7	-7,2	3,4	-0,3	-8,9	-5,2	1,0	17,3	-8,3	-2,0	

Fuente: BCE.

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

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

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	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	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
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 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
Abr	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período														
2006 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	8,10	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
Abr	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
PIB real														
2005	6,2	6,1	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,2	3,0	3,6	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	6,1	7,6	8,3	4,2	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	4,2	2,9
IV	5,7	5,8	3,1	10,9	3,6	11,7	7,0	3,3	3,6	6,6	7,6	9,6	4,3	3,0
2007 I	.	.	.	.	.	10,7	8,0	3,1	.	.	5,8	9,0	3,3	2,9
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	-3,3
2006 II	-12,1	-5,9	2,8	-10,6	-2,3	-16,3	-8,3	-5,4	-6,0	-1,6	-13,6	-9,3	6,0	-3,0
III	-4,3	-5,1	4,4	-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	1,2	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-3,0	-2,6	-10,7	-7,3	7,4	-3,3
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,5	0,9	2,7	1,3	15,5	3,4	3,1	0,0	0,9	.	0,5	0,6	.
2006	4,5	.	2,5	5,7	0,1	13,8	7,0	.	-0,7	.	.	1,2	-0,4	.
2006 II	-	.	2,0	5,1	-	-	3,5	-	-0,6	-	-	3,0	-0,3	.
III	-	.	2,9	5,6	-	-	11,1	-	-0,9	-	-	0,3	0,6	.
IV	-	.	4,0	8,3	-	-	10,0	-	-1,2	-	-	0,6	0,1	.
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	6,6	5,9	7,6	7,2	13,4	7,7	13,1	6,9	5,4
IV	8,2	6,6	3,6	5,5	4,5	6,1	5,0	7,7	7,0	12,6	7,3	12,3	6,5	5,3
2007 I	8,1	6,3	3,4	4,8	4,4	5,9	5,7	8,0	6,6	11,8	7,7	11,1	6,5	.
2007 Ene	8,3	6,5	3,3	4,8	4,4	6,0	5,9	7,9	6,7	12,1	7,7	11,3	6,5	5,4
Feb	8,2	6,3	3,4	4,8	4,4	5,9	5,7	8,0	6,6	11,8	7,6	11,1	6,5	5,4
Mar	7,9	6,2	3,4	4,8	4,3	5,7	5,6	8,2	6,6	11,5	7,7	10,8	6,4	.
Abr	7,5	6,1	3,2	4,7	4,4	5,8	5,4	8,2	6,4	11,2	7,2	10,5	6,2	.
May	.	.	.	.	.	.	.	8,3	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

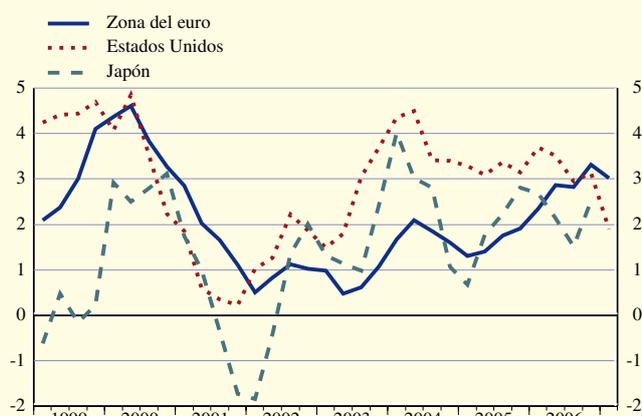
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	1,9	2,3	4,5	5,7	5,36	4,68	1,3106	.	.
2007 Ene	2,1	-	-	2,1	4,6	5,5	5,36	4,76	1,2999	-	-
Feb	2,4	-	-	2,4	4,5	5,5	5,36	4,73	1,3074	-	-
Mar	2,8	-	-	2,5	4,4	6,1	5,35	4,56	1,3242	-	-
Abr	2,6	-	-	2,0	4,5	6,5	5,35	4,69	1,3516	-	-
May	.	-	-	.	4,5	.	5,36	4,75	1,3511	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,5	157,6
2005	-0,3	-0,6	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	-1,7	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	-2,8	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	0,3	-3,5	2,4	5,9	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	.	2,2	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2007 Ene	0,0	-3,1	-	4,4	4,0	0,9	0,56	1,71	156,56	-	-
Feb	-0,2	-1,9	-	3,1	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
Mar	-0,1	.	-	1,9	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
Abr	0,0	.	-	2,3	3,8	1,1	0,66	1,67	160,68	-	-
May	.	.	-	.	.	.	0,67	1,67	163,22	-	-

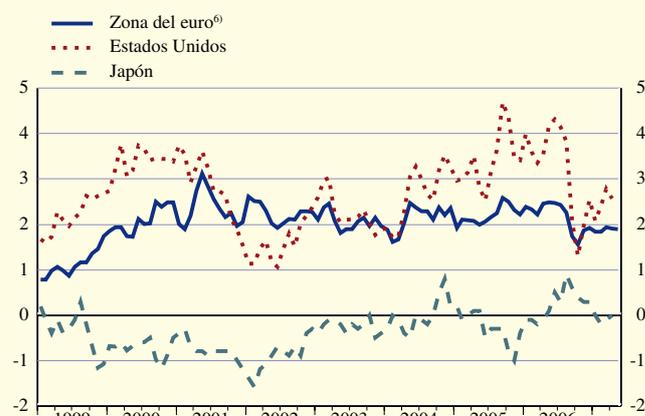
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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.

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	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S45
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S65
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



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 ajusta-

dos³. 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 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

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, véanse 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 n.º 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.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

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 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 sal-

dos nomenclaturales. 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 nomenclaturales en el mes t queda definido como:

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

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:

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

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

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:

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

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

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

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

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

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».

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

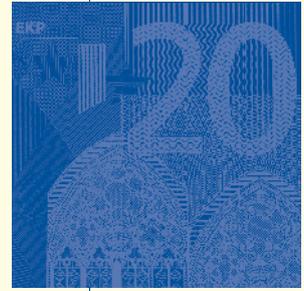
DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). 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 estacional. 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 S78). 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 5 de junio 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

miembros 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 «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) 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 DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre las interacciones entre estos sectores y entre el resto del mundo de la zona del euro. Los datos que se presentan sobre precios corrientes —no desestacionalizados y a precios corrientes— corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: 1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; 2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); 3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; 4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; 5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financia-

ción), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro (es decir, cuentas 1 a 5 descritas anteriormente), siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro

trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

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 la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». 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 nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con

los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de

crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de inte-

rés 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 aplicación (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

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.

recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

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) nº 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 nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 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) nº 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) nº 501/2004 y

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

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» (mayo del 2007), 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 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 ba-

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

lanza 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 importacio-

nes, 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, Rusia, 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.

6 DE JUNIO 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 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio 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 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.



EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el primer trimestre del 2007, TARGET procesó una media diaria de 344.830 pagos, por un importe medio total diario de 2.244 mm de euros. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso un descenso del 2% en el número de órdenes y un aumento del 2% en su importe. El descenso del número de órdenes tiene un carácter estacional y se ha registrado ya en años anteriores. Si se compara con el mismo período del año pasado, se observa un incremento del 12% tanto en el número de operaciones procesadas como en su importe. La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo en el mismo nivel elevado, el 89%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 61%, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 30 de marzo, último día del trimestre, fecha en que se procesó un total de 490.334 pagos.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 266.749 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.465 mm de euros, en el primer trimestre del 2007. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron una reducción del 2% en el número de operaciones procesadas y un incremento del 2% en su importe. En relación con el mismo período del 2006, el número de órdenes de pago y el importe crecieron un 13% y un 11%, respectivamente. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 77,4% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 65,3% de su importe. El importe medio de estas operaciones se elevó en 0,1 millones de euros, situándose en 5,4 millones de euros. Por tramos de importes, el 63% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 173 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 30 de marzo, fecha en que se procesó un total de 367.582 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 78.080 pagos, por un importe medio total diario de 778 mm de euros, en el primer trimestre del 2007. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso un incremento muy reducido, del 0,2%, en el número de pagos y del 2% en el importe. El número de pagos interbancarios aumentó un 1%, y su importe, un 2%, en relación con el trimestre precedente. Por su parte, los pagos de clientes registraron un ligero descenso, del 0,3%, en el número de operaciones y un incremento del 17% en su importe, con respecto al trimestre anterior. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 47% en lo que se refiere al número de operaciones y del 94% en cuanto al importe. En comparación con el trimestre precedente, el importe medio de los pagos interbancarios ascendió de 19,6 millones de euros a 19,9 millones de euros, y el de los pagos de clientes se elevó de 940.520 euros a 1.103.224 euros. Por tramos de importes, el 64% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 72 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 30 de marzo, fecha en que se procesó un total de 122.752 pagos.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el primer trimestre del 2007, TARGET logró una disponibilidad general del 99,87%, en comparación con el 99,81% del trimestre anterior. El número de incidencias que afectó a la disponibilidad del sistema fue de 12, cuatro menos que en el trimestre precedente. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el primer trimestre del 2007 se produjo una incidencia de duración superior a dos horas. En el cuadro 3 se muestra la disponibi-

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	19.949.738	20.854.425	20.313.134	22.062.699	22.069.092
Media diaria	306.721	336.362	313.247	350.202	344.830
Pagos intra-Estado miembro					
Total	15.303.728	16.019.310	15.686.100	17.153.073	17.071.952
Media diaria	235.303	258.376	241.873	272.271	266.749
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.646.007	4.835.115	4.627.034	4.909.629	4.997.140
Media diaria	71.418	77.986	71.374	77.931	78.080
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	11.600.246	12.024.168	11.712.173	12.390.099	12.540.775
Media diaria	178.399	194.328	180.593	196.668	195.876
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.672.785	1.664.581	1.587.129	1.700.859	1.678.885
Media diaria	25.738	24.880	24.512	26.998	26.235
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	133.846	172.023	144.456	136.200	136.111
Media diaria	2.058	2.579	2.224	2.162	2.126

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	130.350	133.405	131.843	137.943	143.598
Media diaria	2.005	2.152	2.031	2.190	2.244
Pagos intra-Estado miembro					
Total	85.621	86.989	85.847	90.307	93.776
Media diaria	1.317	1.403	1.322	1.434	1.465
Pagos entre Estados miembros					
Total	44.730	46.416	45.995	47.637	49.822
Media diaria	688	749	709	756	778
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	11.142	11.936	12.399	12.766	13.480
Media diaria	171	193	191	203	210
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	3.629	3.891	3.572	3.795	3.883
Media diaria	56	62	55	60	61
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	122	112	111	114	128
Media diaria	2	2	2	2	2

lidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE. En el trimestre analizado, el 97,53% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 2,07% tardó de cinco a quince minutos y el 0,47%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en 133 pagos diarios, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 78.080 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.

Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad I 2007
Bélgica	99,94%
Dinamarca	99,92%
Alemania	100,00%
Estonia	100,00%
Irlanda	100,00%
Grecia	100,00%
España	99,78%
Francia	99,46%
Italia	100,00%
Luxemburgo	99,97%
Países Bajos	100,00%
Austria	99,70%
Polonia	100,00%
Portugal	100,00%
Finlandia	100,00%
Reino Unido	99,03%
Mecanismo de pagos del BCE	99,91%
Disponibilidad general de TARGET	99,87%



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 marzo y mayo 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.
- «Saldos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.
- «Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.
- «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.
- «Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.
- «“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.
- «La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.
- «Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 2006.
- «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

- 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.
- 748 «Financial dollarisation: the role of banks and interest rates», por H. S. Basso, O. Calvo-Gonzalez y M. Jurgilas, mayo 2007.
- 749 «Excess money growth and inflation dynamics», por B. Roffia y A. Zaghini, mayo 2007.
- 750 «Long-run macroeconomic relations in the global economy», por S. Dees, S. Holly, M. H. Pesaran y L. V. Smith, mayo 2007.

- 751 «A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP», por M. Bańbura y G. Rünstler, mayo 2007.
- 752 «Econometric analyses with backdated data: unified Germany and the euro area», por E. Angelini y M. Marcellino, mayo 2007.
- 753 «Trade credit defaults and liquidity provision by firms», por F. Boissay y R. Gropp, mayo 2007.
- 754 «Euro area inflation persistence in an estimated nonlinear DSGE model», por G. Amisano y O. Tristani, mayo 2007.
- 755 «Durable goods and their effect on household saving ratios in the euro area», por J. Jalava e I. K. Kavonius, mayo 2007.
- 756 «Maintaining low inflation: money, interest rates and policy stance», por S. Reynard, mayo 2007.
- 757 «The cyclicality of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area», por A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, mayo 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 Perwenche Berés, 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 Perwenche Berés, 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.
 «TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
 «European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
 «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).

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 indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.